



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**CIRCULAR 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez.**

*(BOE de 10 de mayo de 2017)*

El Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (en adelante referido indistintamente como el «Reglamento (UE) n.º 596/2014» o, por sus siglas en inglés, «MAR», tal y como se conoce comúnmente en el sector) establece en su artículo 15 la prohibición general de manipulación o intento de manipulación del mercado por cualquier persona, describiéndose las actividades concretas constitutivas de manipulación del mercado en el artículo 12 del mismo. No obstante, el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 dispone que no se aplicará la prohibición referida si la operación, orden o conducta de que se trate se apoya en un motivo legítimo y si la misma se adecúa a la figura de las «prácticas de mercado aceptadas». El artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 establece los criterios que deben ser tenidos en cuenta por las autoridades competentes para su aprobación y regula el procedimiento para su comunicación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante, «ESMA», por sus siglas en inglés, tal como se conoce comúnmente en el sector) y su publicación.

La figura de las prácticas de mercado aceptadas ya era contemplada por la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2013, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. A su vez, el artículo 231.1 a) del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, ya reconocía esta figura en nuestro ordenamiento jurídico. Más concretamente, el 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, en materia de abuso de mercado, definía las prácticas de mercado aceptadas y disponía que la CNMV las aceptaría o rechazaría mediante la aprobación y publicación de la correspondiente Circular.

Hasta el momento, la CNMV ha aceptado una única práctica de mercado que tuvo su reflejo en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre contratos de liquidez (la «Circular 3/2007»). La presente Circular sustituye a la Circular 3/2007, al objeto de dar cumplimiento a lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 e introducir mejoras en su configuración a la luz de la experiencia recabada en relación con los contratos de liquidez que han estado operativos en los últimos años al amparo de la Circular 3/2007 y de la consulta pública realizada al efecto. Al igual que en la Circular 3/2007, los contratos de liquidez regulados por esta disposición tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de un intermediario financiero que, actuando por cuenta de un emisor en virtud de un contrato, lleva a cabo operaciones de compra y venta de las acciones del emisor.

En cumplimiento con el procedimiento establecido en el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión de 26 de febrero de 2016, por el que se completa la MAR mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación sobre los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptada, así como los requisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación, la CNMV ha llevado a cabo un proceso de consulta pública en relación con los contratos de liquidez dirigido principalmente a las sociedades emisoras, empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, asociaciones de inversores, entidades rectoras de los mercados y otras autoridades competentes. Asimismo, la CNMV ha comunicado a ESMA su intención de considerar los contratos de liquidez sujetos a la presente Circular como práctica de mercado aceptada. En respuesta a dicha comunicación, ESMA ha emitido un dictamen en relación con el establecimiento de la práctica de mercado en el que



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

concluye que la práctica de mercado comunicada por la CNMV es compatible con el artículo 13.2 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 y contiene diversos mecanismos para limitar las amenazas a la confianza en el mercado. La CNMV ha tenido en cuenta dicho dictamen a la hora de elaborar la presente Circular.

Los principales cambios respecto de la regulación anterior, a los que se refiere la presente Circular, versan fundamentalmente sobre: i) la extensión del ámbito de aplicación de la práctica de mercado a los sistemas multilaterales de negociación; ii) el establecimiento de un umbral asociado al promedio medio diario del volumen negociado que podrá ser ejecutado en el marco del contrato de liquidez, el cual será diferente en función de si las acciones objeto del contrato tienen o no un mercado líquido conforme éste se define en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR); iii) la inclusión de un nivel máximo de recursos que podrán ser asignados al contrato de liquidez; iv) la obligatoriedad de que el intermediario financiero que ejecuta la práctica de mercado sea un miembro de mercado; v) la necesidad de que en el marco del contrato de liquidez se mantenga a largo plazo el necesario equilibrio entre el volumen de las compras y ventas; vi) las condiciones para la introducción o modificación de las órdenes en los períodos de subasta, referidas fundamentalmente al precio y volumen de dichas órdenes; vii) las condiciones para la realización de operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, de modo que las mismas sólo se permitirán en el caso de que la ejecución de la orden de que se trate sea a petición de un tercero distinto del emisor de las acciones y del intermediario financiero que actúa en su nombre; viii) las condiciones que resultan de aplicación a la operativa desarrollada al amparo del contrato de liquidez con acciones que se negocian en la modalidad de contratación de fixing; y ix) los supuestos en los que la operativa del contrato de liquidez debe suspenderse.

En virtud de todo lo anterior, el Consejo de la CNMV, previo informe de su Comité Consultivo, y al amparo de lo dispuesto en el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014, en su reunión del día 26 de abril de 2017, ha dispuesto lo siguiente:

**Norma primera.** *Práctica de mercado aceptada.*

**1.** Se considerará práctica de mercado aceptada la realización de operaciones en virtud de un Contrato de Liquidez, según éste se define en el apartado 2 de esta Norma 1.ª, siempre que se cumplan los requisitos establecidos en esta Circular.

**2.** Las sociedades cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español (el beneficiario del Contrato de Liquidez, en adelante el «Emisor») podrán suscribir un contrato de liquidez con una empresa de servicios de inversión o entidad de crédito que sea miembro del mercado en el que se ejecuta la práctica de mercado (la entidad que ejecuta el Contrato de Liquidez, en adelante el «Intermediario Financiero») cuyo objeto será el descrito en el apartado 3 de esta Norma 1.ª (en lo sucesivo el «Contrato de Liquidez», o los «Contratos de Liquidez»).

**3.** El Contrato de Liquidez tendrá por objeto definir los términos y condiciones en los que el Intermediario Financiero operará por cuenta del Emisor, comprando o vendiendo acciones propias de éste último, con el único objetivo de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de sus acciones y dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada por su Junta General de Accionistas para la adquisición de acciones propias.



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**Norma segunda.** *Requisitos de los Contratos de Liquidez.*

Los Contratos de Liquidez objeto de esta Circular deberán cumplir en todo caso los siguientes requisitos:

1. Objeto exclusivo: El Contrato de Liquidez deberá tener como objeto exclusivo el mencionado en el apartado 3 de la Norma 1.<sup>a</sup>.

2. Independencia y exclusividad del Intermediario Financiero: El Contrato de Liquidez deberá establecer la independencia de actuación del Intermediario Financiero como proveedor de liquidez respecto del Emisor, sin que éste pueda darle ninguna instrucción encaminada a orientar sus intervenciones relativas a las operaciones de compraventa de sus acciones propias.

El Intermediario Financiero deberá disponer de una estructura organizativa interna que garantice la independencia de los empleados encargados de tomar las decisiones relativas a las operaciones a realizar al amparo del Contrato de Liquidez respecto del área de gestión de carteras. En el caso de que dichos empleados desarrollen su actividad en el área de gestión de la cuenta propia o de gestión de órdenes de terceros no podrán participar en ninguna decisión o gestión relativa a valores del Emisor.

En el Contrato de Liquidez se fijarán las condiciones de la remuneración del Intermediario Financiero que será satisfecha por el Emisor. Las condiciones de la remuneración del Intermediario Financiero, que deberá consistir en un importe fijo, no vinculado a variables, en ningún caso menoscabarán el principio de independencia de éste, ni alentarán a dicho Intermediario Financiero a influir artificialmente en el precio o volumen de cotización mediante la realización de operaciones sobre sus acciones.

En ningún caso el Intermediario Financiero destinará recursos financieros propios para llevar a cabo las operaciones objeto del Contrato de Liquidez ni su remuneración podrá basarse en el número de operaciones realizadas, sin perjuicio de que se pueda pactar la posibilidad de resarcir los gastos en los que el Intermediario Financiero incurra por su realización.

En el Contrato de Liquidez se establecerán los mecanismos necesarios para evitar posibles conflictos de interés entre el Emisor y el Intermediario Financiero.

El Emisor sólo podrá suscribir el Contrato de Liquidez con un único Intermediario Financiero.

3. Actuación en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación: Las operaciones realizadas en virtud de un Contrato de Liquidez únicamente podrán llevarse a cabo en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles en los cuales estén admitidas a negociación o sean negociadas las acciones del Emisor, a través de sus medios de contratación electrónica.

El Intermediario Financiero, en el desempeño de su actividad de provisión de liquidez, operará en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles, de conformidad con las normas de contratación de dichos centros de negociación y dentro de los horarios habituales de negociación de los mismos.

4. Identificación de las órdenes y operaciones, cuentas asociadas al Contrato de Liquidez y registro: Las operaciones realizadas en virtud de un Contrato de Liquidez deberán ser registradas por el Intermediario Financiero en dos cuentas, una cuenta de valores y su correspondiente cuenta de efectivo, ambas abiertas a tal efecto a nombre del Emisor y destinadas únicamente al registro y ejecución de estas operaciones.



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

El Intermediario Financiero deberá mantener durante un plazo de al menos 5 años un registro de las órdenes introducidas, modificadas o canceladas y las operaciones realizadas en virtud del Contrato de Liquidez, estableciendo los mecanismos necesarios que le permitan identificar estas órdenes y transacciones distinguiéndolas de otras operaciones de negociación.

Además, el Intermediario Financiero deberá contar con procedimientos internos que le permitan la identificación de las actividades relacionadas con el Contrato de Liquidez y la puesta a disposición de la CNMV de aquellos registros de órdenes y operaciones que la CNMV le solicite en el plazo que resulte aplicable de conformidad con la normativa vigente.

5. Continuidad de la actividad: El Contrato de Liquidez deberá ejecutarse de modo que se asegure su continuidad, manteniendo para ello a largo plazo el necesario equilibrio entre el volumen de compras y ventas. El Intermediario Financiero podrá decidir no operar si, como consecuencia de ello, se viera comprometida la continuidad en la prestación de este servicio por el eventual agotamiento de las acciones y/o efectivo aportados por el Emisor.

Cuando los saldos de las cuentas asociadas al Contrato de Liquidez resulten insuficientes para asegurar la realización de las operaciones, el Intermediario Financiero consultará con el Emisor para determinar las medidas a tomar para regularizar esta situación. En particular, el Emisor podrá decidir realizar aportaciones adicionales a las cuentas.

Cuando los saldos de las cuentas resulten excesivos, el Emisor, de acuerdo con el Intermediario Financiero, podrá reducirlos, siendo éste el único supuesto en el que el Emisor podrá realizar disposiciones de la cuenta de efectivo. En lo relativo a la cuenta de valores, el Emisor podrá retirar en cualquier momento acciones transfiriéndolas a una cuenta de su titularidad ajena al Contrato de Liquidez, no obstante, el número de acciones retiradas no podrá exceder del número total de acciones aportadas menos las detraídas.

El Intermediario, de acuerdo con el Emisor, procederá en todo caso a la venta en mercado del saldo de acciones que exceda del número de acciones aportadas y que el Emisor no hubiese retirado conforme a lo señalado en el párrafo anterior.

Las ventas realizadas por el Intermediario Financiero con el fin de eliminar el exceso de acciones depositadas en la cuenta de valores no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3.<sup>a</sup> pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.<sup>a</sup> y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

6. No disposición de los valores: Las acciones propias asignadas por el Emisor a un Contrato de Liquidez o adquiridas a su amparo, sólo podrán ser dispuestas y, por tanto, adeudadas en la cuenta de valores como consecuencia de operaciones realizadas en virtud del correspondiente Contrato de Liquidez.

7. Recursos asociados al Contrato de Liquidez.

7.1 Límite de los recursos asociados al Contrato de Liquidez.

Cuando el Contrato de Liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones objeto del Contrato de Liquidez tengan un mercado líquido conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) y su normativa de desarrollo, el efectivo y las acciones aportadas al Contrato de Liquidez no podrán exceder conjuntamente del efectivo y las acciones que el Intermediario Financiero precisaría si durante 13 sesiones bursátiles operase exclusivamente, bien por el lado de las compras o por el de las ventas, concentrando el volumen diario máximo al que se refiere el apartado 3 de la Norma 3.<sup>a</sup>, con un límite en todo caso equivalente a 20 millones de euros.

[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

Cuando el Contrato de Liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones objeto del Contrato de Liquidez no tengan un mercado líquido conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) y su normativa de desarrollo, el efectivo y las acciones aportadas al Contrato de Liquidez, conjuntamente, no podrán exceder de al menos uno de los siguientes límites:

- a) el efectivo y las acciones que el Intermediario Financiero precisaría si durante 20 sesiones bursátiles operase exclusivamente, bien por el lado de las compras o por el de las ventas, concentrando el volumen diario máximo al que se refiere el apartado 3 de la Norma 3.ª
- o
- b) el resultado de multiplicar el 1% del capital social del Emisor por el precio de cierre de la cotización de la acción el día previo a la formalización del contrato.

En todo caso, cuando el Contrato de Liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones no tengan un mercado líquido conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) y su normativa de desarrollo, el efectivo y su equivalente en acciones no podrá ser superior a 1 millón de euros.

#### 7.2 Equilibrio y proporcionalidad de acciones y efectivo.

Los saldos de las cuentas asociadas al Contrato de Liquidez deberán guardar un equilibrio entre sí y, a su vez, ser proporcionales al objetivo en él establecido.

No obstante lo dispuesto en el apartado 1 de la Norma 2.ª, para asegurar el equilibrio entre acciones y efectivo y la proporcionalidad de los saldos respecto al objetivo del contrato, en el Contrato de Liquidez se determinarán las condiciones en las que el Intermediario Financiero podrá proceder de forma simultánea o alternativa a:

- a) Comprar o vender acciones del Emisor con el fin de asegurar el equilibrio relativo a los saldos de acciones y de efectivo disponible, teniendo en cuenta las perspectivas de evolución del Contrato de Liquidez. Las operaciones realizadas no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3.ª pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.ª y a los criterios que la CNMV pudiera haber establecido sobre operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.
- b) Transferir determinada cantidad de la cuenta de efectivo a otra cuenta señalada por el Emisor.

#### 7.3 Adquisición previa de acciones para depositar en la cuenta de valores.

En los supuestos en los que, en el momento de la formalización de un Contrato de Liquidez, el Emisor no deposite acciones en la cuenta de valores o lo haga en una cantidad insuficiente para iniciar las operaciones objeto del mismo, deberá existir un periodo previo durante el cual el Intermediario Financiero sólo podrá comprar acciones del Emisor hasta alcanzar el volumen previamente determinado en el referido contrato. Dicho periodo previo se determinará por acuerdo entre el Emisor y el Intermediario Financiero y se reflejará en el Contrato de Liquidez.

Estas adquisiciones tendrán la finalidad exclusiva de permitir al Intermediario Financiero iniciar las operaciones objeto del Contrato de Liquidez y no estarán sujetas a lo



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

establecido en el apartado 1 de la Norma 3.<sup>a</sup> pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.<sup>a</sup> y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

En el supuesto de finalización del periodo previo sin haber alcanzado el volumen al que hace referencia el apartado anterior, el Emisor y el Intermediario Financiero podrán:

- a) ampliar el periodo previo por un plazo no superior a la mitad del inicialmente señalado;
- b) dar por resuelto el Contrato; o
- c) establecer un volumen inferior de acciones necesarias para la prestación del servicio al amparo del Contrato de Liquidez.

8. Cancelación de las cuentas asociadas al Contrato de Liquidez: Cuando el Contrato de Liquidez quede resuelto, con independencia de la razón que lo motive, las cuentas a él asociadas deberán cancelarse de acuerdo con el siguiente procedimiento:

a) Cuenta de efectivo: el Intermediario Financiero transferirá su saldo a otra indicada por el Emisor.

b) Cuenta de valores: El Intermediario Financiero procederá a la venta de las acciones que en ese momento figuren en ella. Estas ventas no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3 pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.<sup>a</sup> y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

No obstante, no será de aplicación lo contenido en la letra b) de este apartado cuando:

(i) Las acciones sean transferidas a otro Intermediario Financiero encargado de la aplicación de otro Contrato de Liquidez que cumpla con los requisitos establecidos en esta Circular.

(ii) El Emisor desee recuperar la disponibilidad de un número de acciones, en cuyo caso, no podrá ser superior al número de acciones depositadas por él, una vez deducidas las eventuales disposiciones que pudiera haber realizado a lo largo de la vigencia del Contrato de Liquidez.

**Norma tercera. Condiciones para operar.**

1. El Intermediario Financiero, en el desempeño de su actividad de provisión de liquidez, operará en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles, a través del mercado de órdenes, conforme las normas de contratación establecidas en el correspondiente centro de negociación y dentro de los horarios habituales de negociación de éstos, sin perjuicio de lo establecido en el apartado 2 de esta norma.

2. El Intermediario Financiero podrá comprar o vender mediante operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, exclusivamente cuando sean a iniciativa de un tercero distinto del Emisor y del Intermediario Financiero.

3. El Intermediario Financiero no deberá ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del Emisor. A estos efectos, en ningún caso el volumen diario ejecutado por el Intermediario Financiero al amparo del Contrato de Liquidez superará el 15%



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

del promedio diario del volumen negociado en el mercado de órdenes del mercado regulado o del sistema multilateral de negociación español en las 30 sesiones anteriores cuando el Contrato de Liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones objeto del Contrato de Liquidez tengan un mercado líquido conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) y su normativa de desarrollo. Este límite será del 25% en el caso de que el Contrato de Liquidez haya sido suscrito por un Emisor cuyas acciones objeto del Contrato de Liquidez no tengan un mercado líquido, según este se define conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1.17 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) y su normativa de desarrollo.

A los efectos de determinar el referido porcentaje, dentro del número de acciones diarias contratadas por el Intermediario Financiero se tomará en consideración el volumen diario contratado de acciones propias en el conjunto de los centros de negociación en los que se realice la operativa, incluyendo además las acciones del Emisor contratadas en las operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas a las que se refiere el apartado 2 anterior. Por el contrario, las acciones del Emisor incluidas en las operaciones de bloques u otras operaciones bilaterales negociadas no se tomarán en consideración dentro del promedio diario en las 30 últimas sesiones, que únicamente tendrá en cuenta las acciones contratadas en el mercado de órdenes del mercado regulado o del sistema multilateral de negociación español.

4. Durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre, el Intermediario Financiero deberá extremar su cautela para evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios. Concretamente, la operativa del Intermediario Financiero en los periodos de subasta deberá cumplir con las siguientes condiciones:

a) El volumen acumulado de acciones correspondiente a las órdenes introducidas por el Intermediario Financiero no debe superar el 10% del volumen teórico resultante de la subasta en el momento de introducción de dichas órdenes.

b) El Intermediario Financiero no podrá mantener órdenes de compra y venta de acciones con carácter simultáneo en cada momento.

c) El Intermediario Financiero no podrá introducir órdenes de mercado o por lo mejor.

d) El precio de las órdenes de compra introducidas por el Intermediario Financiero no podrá ser superior al mayor que resulte de entre el precio teórico de equilibrio de la subasta en el momento de introducción de la orden y el precio al que se haya ejecutado en el mercado de órdenes la última transacción realizada con anterioridad al inicio de la subasta. Por su parte, el precio de las órdenes de venta introducidas por el Intermediario Financiero no podrá ser inferior al menor que resulte de entre el precio teórico de equilibrio de la subasta en el momento de introducción de la orden y el precio al que se haya ejecutado en el mercado de órdenes la última transacción realizada con anterioridad al inicio de la subasta.

5. En cualquier caso, las operaciones realizadas por un Intermediario Financiero en el marco de un Contrato de Liquidez no deben originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento normal de éste ni inducir a error a terceros. A tal efecto, durante el horario del mercado abierto para las acciones negociadas en la modalidad de contratación continua:

[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

a) Las órdenes de compra se deberán formular a un precio no superior al mayor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más alto contenido en una orden de compra del carné de órdenes.

b) Las órdenes de venta se deberán formular a un precio no inferior al menor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden de venta del carné de órdenes.

6. El Emisor deberá respetar en todo momento la normativa relativa a los negocios sobre las propias acciones que resulte de aplicación en cada momento, y en particular, pero sin estar limitado a ello, lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y, especialmente, el límite máximo de autocartera establecido en su artículo 509.

7. Las condiciones para operar a las que se refiere esta Norma 3.<sup>a</sup> resultan de aplicación igualmente a la operativa desarrollada por el Intermediario Financiero en las subastas correspondientes al sistema de contratación de fixing, con las siguientes especialidades:

a) El promedio diario al que se refiere el apartado 3 anterior se calculará sobre las 30 sesiones anteriores en las que haya habido negociación en el valor.

b) El Intermediario Financiero deberá introducir las órdenes con una anticipación suficiente respecto del momento de la resolución de la subasta, de modo que permita asegurar la reacción de los demás participantes del mercado a las órdenes introducidas.

c) No será de aplicación lo previsto en la letra a) del apartado 4 y en el apartado 5 de esta Norma 3.<sup>a</sup>

8. El Intermediario Financiero deberá contar con los controles y mecanismos necesarios para monitorizar y asegurar el cumplimiento de las condiciones establecidas en la presente Circular y, en particular, las condiciones para operar contenidas en esta Norma 3.<sup>a</sup>

#### **Norma cuarta. Requisitos de información.**

1. Información entre el Emisor y el Intermediario: El Emisor y el Intermediario financiero se transmitirán recíprocamente la información necesaria para que cada uno de ellos pueda cumplir con sus respectivas obligaciones legales, debiendo observar especialmente las normas que sobre información privilegiada se establecen en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 y sus normas de desarrollo.

2. Información Pública: Además de las obligaciones de información en materia de autocartera a las que las sociedades cotizadas están sometidas, todo Emisor que suscriba un Contrato de Liquidez deberá hacer público, a través de los mismos medios que los utilizados para la difusión de información privilegiada, lo siguiente:

a) Con anterioridad a la entrada en vigor del Contrato de Liquidez, la identidad del Intermediario Financiero con el que se ha suscrito el contrato, la identificación del valor y del mercado en el que se realizarán las operaciones, el periodo de vigencia, así como el número de acciones y efectivo destinados a la cuenta de valores y a la cuenta de efectivo respectivamente.





[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

b) Con carácter trimestral y en todo caso cuando el Contrato de Liquidez quede resuelto, el Emisor informará de las operaciones sobre sus propias acciones efectuadas al amparo de éste, con detalle del número de acciones propias compradas y vendidas identificando, en su caso, las que se hayan contratado a través de una operación de bloques o bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, el efectivo empleado y obtenido, los precios medios de compra y venta, el número de operaciones realizadas, así como el saldo de la cuenta de valores y de la cuenta de efectivo, a la fecha del periodo del que se informa y a la firma del referido contrato.

c) En los supuestos de resolución del Contrato de Liquidez, además de cumplir con lo establecido en la letra b) anterior, el Emisor informará de este extremo. Igualmente, informará sobre el desarrollo de la ejecución del contrato y las razones o causas que han motivado su resolución.

d) En los supuestos de suspensión del Contrato de Liquidez contemplados en la Norma 5.ª de la presente Circular, el Emisor informará de este extremo y del motivo de la suspensión.

e) Cualquier modificación de la información a la que hace referencia la letra a) de este apartado, deberá ser comunicada dentro de los 5 días hábiles bursátiles siguientes.

f) El detalle de las operaciones de compra y venta realizadas por el Intermediario Financiero en los supuestos contemplados en los apartados 7.2 y 7.3 de la Norma 2.ª deberá ser comunicado dentro de los 5 días hábiles bursátiles siguientes a su realización.

Los Emisores se asegurarán de que las comunicaciones a las que se hace referencia en este apartado estén disponibles para la consulta por el público por un plazo de 5 años, a contar desde el momento en que dicha información se hizo pública por primera vez.

**3. Información a remitir a la CNMV:** El Emisor que formalice un Contrato de Liquidez, además de cumplir con las obligaciones de comunicación de información establecidas en el apartado 2 de esta Norma 4.ª, remitirá a la CNMV una copia del referido contrato tan pronto como el mismo se suscriba. Asimismo, el Emisor deberá remitir una copia del documento o instrumento en el que se formalice cualquier modificación del Contrato de Liquidez, incluyendo entre otros aspectos cualquier modificación de la información descrita en el apartado 2 a) de esta Norma 4.ª.

#### **Norma quinta. Restricciones.**

**1.** El Emisor no realizará, directa o indirectamente, ninguna operación adicional sobre sus propias acciones durante la vigencia de un Contrato de Liquidez, con excepción de las que pueda efectuar al amparo de lo previsto en los apartados 5 y 7 de la Norma 2.ª y de los supuestos previstos en el apartado siguiente, en los que el referido contrato quedará en suspenso. En ningún caso el Emisor podrá utilizar la cuenta de valores para la adquisición de acciones con el objetivo de aumentar su autocartera.

**2.** La operativa de un Contrato de Liquidez deberá suspenderse en los siguientes supuestos:

a) En las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del Emisor en las que se desarrollen operaciones de estabilización al amparo de lo previsto en el artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 durante el período en el que se desarrolle la estabilización y hasta la comunicación de la fecha en que se haya realizado por última vez la estabilización o del ejercicio de la opción «greenshoe».



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

b) Desde el anuncio al mercado, a través de la publicación de la correspondiente comunicación, y hasta la liquidación de una oferta pública de adquisición de acciones del Emisor o de una oferta pública de adquisición de acciones en la que el Emisor sea la sociedad oferente y la contraprestación ofrecida consista en una permuta o canje de valores o en una contraprestación mixta.

c) Durante la realización de programas de recompra de acciones del Emisor.

d) Con ocasión de las compras de acciones propias que tenga que realizar el Emisor como consecuencia de un plan de retribución a empleados o directivos, el vencimiento de un instrumento financiero derivado o de una operación corporativa y durante el plazo en el que las mismas tengan lugar.

**Norma sexta.** *Modelo de Contrato de Liquidez.*

La CNMV recomienda el uso del modelo de Contrato de Liquidez con los requisitos contemplados en la presente Circular, que se incorpora como anexo I, con el propósito de facilitar su correcta interpretación; sin perjuicio de que el Intermediario Financiero y el Emisor de las acciones que suscriban el contrato deban cumplir asimismo con la normativa que resulte de aplicación en cada momento.

**Norma derogatoria única.** *Derogación normativa.*

Queda derogada la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado, sobre contratos de liquidez, con efectos desde la entrada en vigor de la presente Circular de conformidad con la Norma final.

**Norma final.** *Entrada en vigor.*

La presente Circular entrará en vigor a los dos meses de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Madrid, 26 de abril de 2017. El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Sebastián Albella Amigo.

**ANEXO I**

**Modelo de Contrato de Liquidez**

En....., a ..... de ..... de 2.....

**REUNIDOS**

De una parte, [datos societarios del Emisor], (en adelante, el Emisor) representado por [datos identificativos del representante], en virtud de [datos identificativos del cargo o poder en virtud del cual se ejerce la representación].

De otra parte, [datos societarios del Emisor], (en adelante, el Intermediario Financiero) representado por [datos identificativos del representante], en virtud de [datos identificativos del cargo o poder en virtud del cual se ejerce la representación].



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

## MANIFIESTAN

I. Que este Contrato de Liquidez (en adelante, el «Contrato») se suscribe de conformidad con lo previsto en la Circular XX, de XX de XX, de la CNMV (la «Circular de la CNMV») y demás normativa aplicable.

II. Que el Emisor tiene un capital social de [capital social], representado por [n.º] acciones de [importe] nominal que están admitidas a cotización y se negocian en [indicar mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación], en los que se van a llevar a cabo las operaciones objeto del Contrato.

III. Que el Emisor y el Intermediario Financiero declaran haber obtenido todas las autorizaciones legalmente requeridas para la formalización del presente Contrato.

IV. Que el Intermediario Financiero es una entidad legalmente habilitada para realizar las operaciones a las que se refiere el presente contrato por cuenta del Emisor.

V. Que el Emisor no realizará, directa o indirectamente, ninguna operación adicional sobre sus propias acciones durante la vigencia del presente Contrato, con excepción de las que pueda efectuar al amparo de los supuestos previstos en las cláusulas 7, 9 y 14.

En virtud de todo lo hasta aquí expuesto, las partes formalizan este Contrato, de acuerdo con las siguientes

## CLÁUSULAS

### **Cláusula 1. Objeto del Contrato.**

El Contrato establece las condiciones en las que el Intermediario Financiero operará por cuenta del Emisor, comprando o vendiendo acciones propias de este último, con el único objetivo de favorecer la liquidez y regularidad de su cotización, dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada con tal propósito al Emisor por su Junta General de Accionistas. El Contrato está sometido a la normativa vigente de aplicación y, en particular, a la Circular de la CNMV, debiendo ser interpretado en todo momento conforme a la misma.

### **Cláusula 2. Cuenta de valores y cuenta de efectivo asociadas al Contrato.**

1. Para la ejecución de este Contrato se designa la cuenta de valores número [n.º] y la cuenta de efectivo [n.º] a nombre del Emisor, en [identificación de la entidad o entidades financieras] en las que registrarán exclusivamente las transacciones que se efectúen en virtud del presente Contrato.

2. Con el fin de que el Intermediario Financiero pueda realizar las operaciones reguladas en el presente Contrato, el Emisor depositará en la cuenta de valores [indicar el número de acciones] acciones y en la cuenta de efectivo la suma de [indicar el efectivo] euros.

**Cláusula 2 bis<sup>(1)</sup>** *Adquisición previa de acciones para depositar en la cuenta de valores.*

<sup>1</sup> La cláusula 2 bis de este modelo de Contrato de Liquidez se incluiría únicamente en aquellos supuestos en los que el Intermediario Financiero adquiriera acciones del Emisor por cuenta de éste, en caso de que el Emisor no haya depositado previamente en la cuenta de valores acciones o lo haga en una cantidad insuficiente para iniciar las operaciones objeto del Contrato de Liquidez.

[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

1. En el plazo de [n. °] días (en adelante, el Periodo Previo) desde la formalización del presente Contrato, el Intermediario Financiero adquirirá acciones del Emisor por cuenta de éste, hasta alcanzar un límite de [n. °] de acciones o por un importe máximo de [cifra] euros.

Estas adquisiciones tendrán la finalidad exclusiva de permitir al Intermediario Financiero iniciar las operaciones objeto de este Contrato, no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3.ª de la Circular de la CNMV pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.ª y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

2. Las acciones adquiridas en el Periodo Previo serán depositadas en la cuenta de valores a la que se refiere la cláusula 2.

3. El Intermediario Financiero no venderá ninguna acción del Emisor de las depositadas en la cuenta de valores antes de la finalización del Periodo Previo o de haber alcanzado uno de los límites, acciones o efectivo, de acuerdo con lo establecido en el apartado 1 de la presente cláusula.

4. El Intermediario Financiero, cuando alcance alguno de los límites establecidos en el apartado 1 de la presente cláusula, comunicará inmediatamente al Emisor este extremo, detallándole las condiciones en las que las acciones han sido adquiridas.

A partir del día siguiente hábil, a efectos de negociación, de la citada comunicación, las operaciones ejecutadas por el Intermediario Financiero sobre acciones del Emisor estarán sujetas a lo establecido en la cláusula 3 del presente Contrato.

5. En el supuesto de finalización del Periodo Previo sin haber alcanzado ninguno de los límites establecidos en el apartado 1 de la presente cláusula, las partes podrán:

- a) Ampliar el Periodo Previo por [n. °] días<sup>(1)2</sup>.
- b) Dar por resuelto el presente Contrato.
- c) Reducir los referidos límites referidos en la cláusula 2.1.

El Emisor deberá remitir a la CNMV el documento o instrumento en el que se pacte la modificación del Periodo Previo o los límites regulados en la cláusula 2.1 del Contrato o en su caso, notificará la resolución del mismo a la CNMV.

**Cláusula 3. Condiciones de las operaciones sobre acciones del Emisor a realizar por el Intermediario Financiero.**

El Intermediario Financiero realizará las operaciones objeto del presente Contrato, en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales de negociación españoles, a través del mercado de órdenes, conforme las normas de contratación, dentro de los horarios habituales de negociación de éstos y según lo establecido en la Norma 3.ª de la Circular de la CNMV. Las operaciones objeto del presente Contrato realizadas a través del segmento de bloques o como operaciones bilaterales negociadas, formalizadas conforme a la legislación vigente, deberán ajustarse a lo previsto en la Norma 3.ª de la Circular de la CNMV.

<sup>2</sup> De conformidad con el texto de la Circular de la CNMV, la ampliación del plazo de una duda consultada con Quabit en julio de este año, a acciones del Emisor por cuenta de este estado lato creo que para proteger periodo previo, no debe ser superior a la mitad del primer periodo previo pactado.



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**Cláusula 4. Independencia del Intermediario Financiero.**

1. El Intermediario Financiero llevará a cabo las operaciones objeto del presente Contrato con total independencia del Emisor, absteniéndose ambos de solicitar o dar, respectivamente, ningún tipo de instrucción al respecto. En particular, será decisión exclusiva del Intermediario Financiero el momento de efectuar operaciones sobre acciones del Emisor con los siguientes objetivos:

- a) Favorecer la liquidez y regularidad de su cotización.
- b) Garantizar la continuidad del presente Contrato, de acuerdo con el número de acciones y el importe de efectivo disponibles en la cuenta de valores y en la de efectivo señalada en la cláusula 2 del presente Contrato.

2. El Intermediario Financiero manifiesta que dispone de una estructura organizativa interna que garantiza la independencia de los empleados encargados de tomar las decisiones relativas a las operaciones a realizar al amparo del Contrato de Liquidez respecto del área de gestión de carteras. En el caso de que dichos empleados desarrollen su actividad en el área de gestión de la cuenta propia o de gestión de órdenes de terceros no podrán participar en ninguna decisión o gestión relativa a valores del Emisor.

3. El Intermediario Financiero no destinará recursos financieros propios para llevar a cabo las operaciones contempladas en este Contrato.

4. El Intermediario Financiero y el Emisor se han comunicado, con anterioridad a la firma de este Contrato, los posibles conflictos de interés que pudieran tener en relación con su firma, habiendo sido objeto de análisis y valoración por ambas partes. Además, las dos partes se comprometen a comunicarse cualquier conflicto de interés que pudiera surgir con posterioridad a la firma del presente Contrato y a su valoración.

**Cláusula 5. Obligaciones de información.**

Las partes se comprometen a transmitirse recíprocamente la información necesaria para que cada una de ellas pueda cumplir con sus respectivas obligaciones legales debiendo observar especialmente, sin estar limitado a ello, las normas que sobre información privilegiada se establecen en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado y sus normas de desarrollo.

En particular, el Intermediario Financiero remitirá al Emisor con el detalle y antelación suficiente, la información necesaria para que éste cumpla con sus obligaciones de difusión de información al mercado, en relación con las operaciones realizadas en virtud del presente Contrato.

El Intermediario Financiero deberá informar al Emisor de cualquier incumplimiento de las condiciones para operar contempladas en la Norma 3.ª de la Circular de la CNMV en el que haya incurrido como consecuencia de la operativa desarrollada al amparo del Contrato de Liquidez.

Por su parte, el Emisor comunicará al Intermediario Financiero la suspensión de las operaciones reguladas por el presente Contrato, en virtud de lo establecido en su cláusula 14.

[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**Cláusula 6.** *Derechos políticos y económicos de las acciones depositadas en la cuenta de valores.*

De acuerdo con lo establecido en el artículo 148 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, las acciones depositadas en la cuenta de valores tienen suspendidos los derechos políticos y económicos, excepción hecha del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones. En consecuencia, ambas partes se comprometen a tomar las medidas necesarias para garantizar el cumplimiento de la referida suspensión, en particular, en relación con el pago de dividendos.

**Cláusula 7.** *Equilibrio y proporcionalidad de acciones y efectivo.*

Los saldos de las cuentas asociadas al Contrato de Liquidez deberán guardar un equilibrio entre sí y, a su vez, ser proporcionales al objetivo en él establecido. En concreto, el efectivo y las acciones aportadas o por aportar al presente contrato respetarán en todo momento lo dispuesto en el apartado 7 de la Norma 2.ª de la Circular de la CNMV.

**Cláusula 8.** *Aportaciones posteriores a las cuentas asociadas al Contrato.*

1. Cuando los saldos de las cuentas resulten insuficientes para asegurar la realización de las operaciones objeto del presente Contrato, el Intermediario Financiero consultará con el Emisor para determinar las medidas a tomar para regularizar esta situación.

2. En particular, el Emisor podrá decidir realizar aportaciones adicionales a las cuentas respetando, en todo caso, lo dispuesto en el apartado 7 de la Norma 2.ª de la Circular de la CNMV.

**Cláusula 9.** *Disposiciones de las cuentas asociadas al Contrato.*

1. Cuando los saldos de las cuentas resulten excesivos para realizar las operaciones objeto del presente Contrato, el Emisor, de acuerdo con el Intermediario Financiero, podrá reducirlos, siendo éste el único supuesto en el que el Emisor podrá realizar disposiciones de la cuenta de efectivo.

2. En lo relativo a la cuenta de valores, el Emisor podrá retirar en cualquier momento acciones transfiriéndolas a una cuenta de su titularidad ajena al Contrato de Liquidez, no obstante, el número de acciones retiradas no podrá exceder del número total de acciones aportadas menos las distraídas.

El Intermediario, de acuerdo con el Emisor, procederá en todo caso a la venta en mercado del saldo de acciones que exceda del número de acciones aportadas y que el Emisor no hubiese retirado conforme a lo señalado en el párrafo anterior.

Las ventas realizadas por el Intermediario Financiero con el fin de eliminar el exceso de acciones depositadas en la cuenta de valores no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3.ª de la Circular de la CNMV pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.ª y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

**Cláusula 10.** *Cancelación de las cuentas asociadas al Contrato.*

Quando el Contrato sea resuelto, con independencia de la razón que lo motive, las partes procederán a la cancelación de las cuentas asociadas, de acuerdo con el siguiente procedimiento:

1. Cuenta de efectivo: El Intermediario Financiero transferirá su saldo a otra indicada por el Emisor.

2. Cuenta de valores: El Intermediario Financiero procederá a la venta de las acciones que en ese momento figuren en ella. Estas ventas no estarán sujetas a lo establecido en el apartado 1 de la Norma 3 de la Circular de la CNMV pero sí a las restantes reglas previstas en la Norma 3.<sup>a</sup> y a los criterios y recomendaciones que la CNMV pudiera haber establecido en materia de operativa discrecional de autocartera y deberán ser comunicadas a la CNMV.

No obstante, no será de aplicación lo contenido en este apartado cuando:

a) Las acciones sean transferidas a otro Intermediario Financiero encargado de la aplicación de otro Contrato de Liquidez que cumpla con los requisitos establecidos en la Circular de la CNMV.

b) El Emisor desee recuperar la disponibilidad de un número de acciones, en cuyo caso, no podrá ser superior al número de acciones depositadas por él, una vez deducidas las eventuales disposiciones que pudiera haber realizado a lo largo de la vida del Contrato de Liquidez.

**Cláusula 11.** *Términos económicos del Contrato.*

El Intermediario Financiero, por la realización de la operativa regulada en el presente Contrato, percibirá [detallar entre otros conceptos: el tipo de remuneración, la frecuencia de los pagos y supuestos de suspensión del Contrato]. La remuneración a percibir por el Intermediario Financiero consistirá en un importe fijo que no podrá estar vinculado a variables como el número de operaciones realizadas al amparo del Contrato de Liquidez o a la evolución del precio de cotización de las acciones del Emisor.

**Cláusula 12.** *Confidencialidad.*

Toda información intercambiada entre las partes en virtud del presente Contrato tendrá la consideración de confidencial. No obstante, esto no impedirá remitir esta información a las autoridades competentes que la soliciten, en particular a la CNMV, de acuerdo con la normativa vigente que le sea aplicable.

**Cláusula 13.** *Duración del Contrato.*

El presente Contrato tendrá una duración de [12 o 18] meses, a contar desde la fecha de su formalización, entendiéndose tácitamente prorrogado por igual periodo, salvo indicación contraria de las partes.

**Cláusula 14.** *Suspensión del Contrato.*

La realización de las operaciones previstas en el presente Contrato quedará suspendida en los siguientes supuestos:



[www.civil-mercantil.com](http://www.civil-mercantil.com)

a) En las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del Emisor en las que se desarrollen operaciones de estabilización al amparo de lo previsto en el artículo 5 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 durante el período en el que se desarrolle la estabilización y hasta la comunicación de la fecha en que se haya realizado por última vez la estabilización o del ejercicio de la opción «greenshoe».

b) Desde el anuncio al mercado, a través de la publicación de la correspondiente comunicación, y hasta la liquidación de una oferta pública de adquisición de acciones del Emisor o de una oferta pública de adquisición de acciones en la que el Emisor sea la sociedad oferente y la contraprestación ofrecida consista en una permuta o canje de valores o en una contraprestación mixta.

c) Durante la realización de programas de recompra de acciones del Emisor.

d) Con ocasión de las compras de acciones propias que tenga que realizar el Emisor como consecuencia de un plan de retribución a empleados o directivos, el vencimiento de un instrumento financiero derivado o de una operación corporativa y durante el plazo en que las mismas tengan lugar.

**Cláusula 15. Resolución del Contrato.**

1. El Emisor podrá resolver unilateralmente este Contrato en cualquier momento, solicitando la cancelación de sus cuentas asociadas, de acuerdo con las condiciones establecidas en la cláusula 10 del presente Contrato.

2. El Intermediario Financiero podrá resolver este Contrato, previa notificación al Emisor, con una antelación de [establecer periodo, días, mes, etc.].

3. El Emisor y el Intermediario Financiero podrán acordar la resolución del presente Contrato, de acuerdo con lo establecido en la letra b) del apartado 5 de la cláusula 2 bis.

**Cláusula 16. Jurisdicción y Legislación aplicable.**

El presente contrato se registrará por la legislación española.

Igualmente, las partes se comprometen en caso de conflicto a intentar una solución amistosa en primer lugar. En última instancia se recurrirá a los juzgados y tribunales de [indicar foro] renunciando expresamente las partes a cualquier otro fuero que pudiera ser competente.

Y en prueba de conformidad, las partes suscriben el presente documento en cada una de sus hojas, por duplicado y a un solo efecto, en [lugar], a [día] de [mes] de [año].

El Emisor,

El Intermediario Financiero,