



Presidentes de AEB, CECA, UNACC y AECR

Madrid, 17 de febrero de 2009

**Asunto: Verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas.**

Muy Sr. nuestro:

Con fecha 10 de junio de 2005 les manifestamos por [carta los criterios que la CNMV](#) entendía que debían aplicarse en la colocación por entidades financieras de títulos de renta fija emitidos por ellas mismas y colocados entre su clientela minorista. El objetivo de esas medidas era evitar que el conflicto de interés inherente en la colocación a los clientes de una entidad de valores emitidos por ella misma pudiese desembocar en condiciones financieras que resultasen desventajosas para los suscriptores, entendiéndose por éstas las que se aparten de forma significativa de las imperantes en mercados mayoristas.

Tras la situación creada por la crisis de los mercados de crédito y la decisión de algunas entidades financieras españolas de apelar a los mercados a través de emisiones subordinadas o ultra-subordinadas (las denominadas participaciones preferentes), con el objetivo de reforzar la estructura del pasivo de la entidad se han realizado recientemente varias emisiones de este tipo, alguna de ellas verificada por esta Comisión.

A raíz de lo observado en estas operaciones, la CNMV estima necesario trasladar a las entidades financieras las pautas con las que ese tipo de emisiones serán analizadas a la hora de verificar su registro. De entre ellas, quisiéramos señalarles las siguientes:

1. Los informes de expertos independientes deben tener como fin determinar si las condiciones de la emisión destinada a minoristas son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en mercado mayorista. En ausencia de tramo institucional, será necesaria la presentación de informes externos independientes.
2. Los informes deberán contener:
  - a) Descripción concisa (listado) de la estructura de flujos y condiciones del instrumento financiero.
  - b) Cuando la emisión contenga elementos opcionales o estructuras de tipos de interés, identificación de todos los componentes del producto: des-estructuración e identificación individual de los distintos elementos que componen la estructura (bono, swaps, floors, calls, etc.).
  - c) Descripción de la metodología (método de valoración empleado para cada uno de los elementos o para el producto en su conjunto) y detalle de las hipótesis y parámetros

(curva utilizada para el descuento de flujos, volatilidades, correlaciones, dividendos, etc.) empleados para valorar cada componente.

- d) Integración de los distintos componentes y cálculo de un precio estimado o de un diferencial global ("all in spread") sobre una curva de referencia (como, por ejemplo, la curva interbancaria).
3. Resulta imprescindible que los informes se aborden desde la más estricta independencia de criterio y que se tomen en consideración todos los posibles inputs para determinar si las condiciones de emisión son de mercado, incluyendo, entre otras:
    - a. Emisiones recientes de emisores del mismo sector y rating homogéneo, independientemente de en qué segmento hayan sido colocadas
    - b. Emisiones con distinto orden de prelación (*seniority*) del mismo emisor o de emisores comparables, nacionales o extranjeros, que permitan aproximar niveles orientativos de rentabilidad (o diferencial) para la emisión que se pretende valorar.
    - c. Datos relevantes de Credit Default Swaps.
    - d. Datos relevantes de operaciones de mercado secundario y de cotizaciones individuales o multi-contribuidas.
    - e. Valoración de emisiones similares acometidas recientemente por el experto para carteras institucionales o por motivos contables.

Se especificarán las razones de la inclusión de otras referencias distintas a las anteriores así como en caso de que algunas de las referencias anteriores se desechen, no se consideren representativas o se les de un menor peso relativo en la valoración.

4. Los informes contendrán, en sus conclusiones, una manifestación expresa sobre si se considera que el diferencial o precio se ajusta a las condiciones existentes en mercados mayoristas y a la de productos comparables. En este aspecto concreto, se restringirá el comentario a la vertiente técnica utilizando un lenguaje sencillo y comprensible.
5. El emisor comunicará a la CNMV con carácter previo a su designación la identidad de los expertos que emitirán los informes, los cuales se remitirán directamente a la CNMV, quien podrá contactar con los expertos que hayan elaborado los informes para solicitar aclaraciones o contrastes si lo estima conveniente.
6. La CNMV, cuando considere que las condiciones de emisión son claramente desfavorables respecto a las que podrían producirse en el segmento institucional o la que presenten productos sustitutivos, introducirá una advertencia expresa al público en los materiales informativos y en el folleto de la emisión alertando de esa circunstancia.
7. Del mismo modo, ante informes de valoración que, a juicio de la CNMV, adolezcan de un grado de calidad insuficiente o que presenten valoraciones sesgadas a favor del emisor y que puedan inducir a confusión a los inversores, la CNMV considerará respecto a dichos informes no proceder a su inclusión en el folleto, incluirlos acompañados de una advertencia negativa sobre los sesgos que el informe pudiese contener o requerir al emisor que aporte informes de otros expertos para su contraste.

8. Al analizar el eventual tramo institucional y los informes de expertos, la CNMV extremará las verificaciones para determinar si:
  - a. Pudiese existir información (como manifestaciones tendenciosas o metodologías sesgadas en los informes, operaciones de suscripción o de compra-venta ficticias para justificar precios fuera de mercado, etc.) que pueda proporcionar indicios engañosos sobre ese instrumento financiero, en línea de lo previsto en el artículo 83.ter 1 c) de la Ley del Mercado de Valores.
  - b. Se cumplen las normas que resulten aplicables en relación con la elaboración de informes sobre instrumentos financieros, contenidas en el art. 83.2 de la LMV, en el RD 217/2008 sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y en el RD 1333/2005 sobre abuso de mercado.

Estas pautas van encaminadas a reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación de 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, tal y como requiere el ordenamiento legal vigente una vez incorporada a nuestro derecho la Directiva MIFID.

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.

Muy atentamente,

Ángel Benito Benito  
*Director General*