



Consulta pública de ESMA: borrador de asesoramiento técnico acerca de posibles actos delegados sobre el Reglamento de ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.
(Consultation paper: ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Regulation on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps.)

[Enlace al documento: ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Regulation on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps.](#)

1.- A quien va dirigido (potenciales interesados):

- Emisores cuyas acciones se negocien activamente fuera de la UE.
- Gestores de deuda pública nacional.
- Firmas de inversión, firmas que presten valores e intermediarios.
- Custodios y sistemas de liquidación.
- *Hedge Funds*.
- Participantes en los Mercados en general.
- Inversores.

2.- Nota Informativa

El Consejo y el Parlamento de la UE votaron, en noviembre de 2011, un Reglamento sobre ventas en corto y ciertos aspectos de las permutas de cobertura por impago (*Credit Default Swaps*). ESMA debe remitir, antes del 31 de marzo, a la CE un proyecto de normas técnicas sobre el Reglamento así como un asesoramiento sobre los actos delegados contenidos en el Reglamento.

La presente consulta contiene las cuestiones significativas del asesoramiento a la CE sobre los actos delegados incluidos en el Reglamento y un borrador de norma técnica sobre el método de cálculo de una caída significativa en el valor de varios instrumentos financieros.

El documento contiene 7 secciones:

Sección I: Definición de "tenencia de un instrumento financiero" a los efectos de la definición de venta en corto.

La posesión o tenencia de un instrumento financiero significa la titularidad legal de conformidad con la legislación civil y/o del mercado de valores aplicable. La definición de venta en corto de un instrumento financiero no incluye: i) la transmisión del instrumento en el marco de un acuerdo de préstamo de valores; ii) la venta del mismo en el marco de un pacto de recompra; y iii) la venta de ese instrumento por quien lo ha comprado anteriormente a dicha venta pero no le ha sido entregado al tiempo de dicha venta.

Sección II: Posición neta en acciones o deuda soberana incluyendo el concepto de tenencia de una posición, el caso de que se tenga una posición neta corta y el método de cálculo de la posición también en los supuesto en que diferentes entidades de un grupo tengan posiciones cortas o largas o para actividades de gestión de fondos en el caso de fondos separados o distintos.

La posición neta se calcula teniendo en cuenta la posición larga y la corta. La posición larga es la tenencia de acciones o instrumentos soberanos o de otro instrumento financiero distinto de los anteriores cuyo efecto o uno de cuyos efectos es conferir una ventaja financiera en el caso de que aumente el precio o valor de la acción o instrumento de deuda soberana. Estos instrumentos financieros pueden ser opciones, bonos garantizados, futuros, instrumentos sobre índices, contratos por diferencias, acciones o participaciones de ETFs, *swaps (incluidos CDS en caso de deuda soberana)*, *spreads bets*, *packaged retail or professional investment products*, derivados complejos, certificados unidos a acciones y recibos de depósitos. Los instrumentos que den derecho a acciones no emitidas (por ejemplo, derechos de suscripción y bonos convertibles) no deben ser tenidas en cuenta. La posición corta tendrá en cuenta los instrumentos de la lista anterior cuando su efecto o uno de sus efectos sea producir una ventaja financiera en el caso de que disminuya el precio o valor de la acción o instrumento de deuda soberano. En cuanto a instrumentos de deuda soberana, se presume una alta correlación entre los instrumentos de distintos emisores cuando el coeficiente de correlación entre sus precios es al menos del [90%] y, en un mercado líquido, debe medirse utilizando datos históricos de los 24 meses anteriores mientras que, si no existe mercado líquido o datos históricos, se utilizará un instrumento similar (*good proxy*).

El método de cálculo recomendado para la posición neta corta en acciones es el *delta adjusted model*: la delta indica cuánto ha cambiado el valor teórico de un instrumento financiero en el caso de una variación de precio del subyacente. En el caso de un derivado, se tendrán en cuenta la volatilidad actual implícita del derivado y el precio de cierre (o último precio) del instrumento subyacente.

El método de cálculo para la posición neta corta en deuda soberana propuesta es el método nominal (importe nominal ajustado por su delta) teniendo en cuenta la correlación; aunque también se analiza el *sensitivity adjusted method* para tener en cuenta los diferentes vencimientos. La consulta solicita la opinión a los participantes en los mercados sobre el mejor método teniendo en cuenta el objetivo de la norma (impacto en el mercado y no análisis de estrategias de cobertura de riesgos).

El supuesto en que diferentes entidades de un grupo tengan posiciones cortas o largas o para actividades de gestión de fondos en el caso de fondos separados o distintos, el cálculo de la posición neta se base en el *decision maker*.

Se define el *decision maker* como una persona física o varias, un órgano dentro de una entidad legal o una entidad legal dentro de un grupo que persigan la misma estrategia de inversión en relación a un emisor particular a través de una sub entidad (p.e. un fondo de inversión o una cartera) o diferentes sub entidades que formen parte de la misma entidad legal o del mismo grupo.

En el caso de distintas entidades dentro de un grupo que tengan posiciones largas o cortas en relación a un mismo emisor: a) se calcularán la posición neta corta para cada entidad del grupo; b) estas posiciones netas de las entidades gestionadas por el mismo

decision maker y con la misma estrategia de inversión para un emisor particular deberán ser agregadas y; c) las posiciones netas cortas y las posiciones largas de todas las entidades del grupo deberán agregarse y netearse.

En el caso de una entidad legal constituida por varias entidades con diferentes actividades (por ejemplo, una firma de inversión que realiza distintas actividades además de la gestión), la agregación y neteo de posiciones deberá hacerse al nivel de cada *decision maker* considerados como líneas de negocio separados y las posiciones cortas netas y las largas de todos ellos dentro de la entidad se agregarán y netearán.

En el caso de fondos distintos, se calculará la posición neta corta de cada fondo, se agregarán las posiciones netas de los fondos gestionados por el mismo *decision maker* con la misma estrategia de inversión y las posiciones netas cortas y las posiciones largas de todos los fondos bajo la responsabilidad de una sociedad gestora deberán agregarse y netearse. Si la gestión de fondos ha sido delegada, el delegatario será considerado como *decision maker* si bien la sociedad gestora delegante deberá todavía agregar y netear las posiciones de los fondos delegados.

La obligación de notificación de las posiciones cortas recaerá en el nivel en el que la posición neta corta sea de mayor tamaño sobre un emisor específico. En particular, ESMA propone: a) si un fondo individual o entidad legal sobrepasa el umbral de notificación, la obligación recaerá en la entidad gestora o el grupo en nombre del fondo o la entidad; b) cuando el umbral se alcanza en el nivel del *decision maker*, la sociedad gestora y el grupo tendrían la obligación de remisión excepto si el *decision maker* es independiente o no pertenece a la sociedad gestora y gestiona fondos de varias sociedades y, si se delega la gestión de un fondo en más de un gestora, se pactará quien de ellas o si la entidad delegante está obligada a notificar la posición; c) si el umbral se alcanza al nivel de la sociedad gestora, ésta tendrá la obligación de comunicar la posición y; d) si el umbral se alcanza en el nivel del fondo, del *decision maker* o de la gestora, ésta última informa únicamente sobre la posición más alta de las tres.

Sección III: Supuestos en los que una operación de permuta de cobertura por impago (CDS) soberano sirve para cubrir un riesgo de incumplimiento o el riesgo de un descenso del valor de la deuda soberana y el método de cálculo de las posiciones descubiertas en permutas de cobertura por impago soberano.

ESMA propone unas condiciones generales cuyo cumplimiento es necesario para se considere que la operación de permuta de cobertura por impago de deuda soberana no es una posición en descubierto: a) debe servir tanto para cubrirse de una o de las dos siguientes circunstancias: riesgo de incumplimiento y/o de descenso del valor de la deuda soberana; b) en cuanto a la cobertura del riesgo de descenso, debe cubrir el riesgo de descenso del valor de los activos/responsabilidades que guarden una correlación, importante, consistente y positiva, con el riesgo de descenso del valor de la deuda soberana a la que se refiere la posición; c) debe cubrir cualquier activo/responsabilidad que cumplan el test de correlación siempre que el obligado o la contraparte de los mismo esté localizada en el mismo Estado Miembro que la deuda soberana referenciada. Sin embargo, si la contraparte es una entidad supranacional europea, es admisible que cubra el riesgo de contraparte con una cesta de permutas de cobertura por impago apropiadamente elegidas y referidas a los garantes o accionistas de la citada entidad y; d) debe ser proporcionado con el riesgo que cubre.

La correlación para activos con mercado líquido se medirá sobre una base histórica utilizando datos de los días de negociación de los 12 últimos meses y, si el mercado de precios no es líquido, se utilizará un instrumento similar (*good proxy*).

La proporcionalidad consiste en determinar si el tamaño de la permuta es proporcional con el de los activos/responsabilidades que cubre. Si la naturaleza de los activos/responsabilidades cubiertas y su relación con el valor de la deuda soberana lo justifican, un mayor valor de la permuta puede cubrir un valor dado de tales activos/responsabilidades sólo cuando se demuestre claramente que ese aumento de valor es necesario, teniendo en cuenta factores como el tamaño de la posición nominal o el ratio de sensibilidades al tipo de interés del activo/responsabilidad sobre el del CDS sobre la deuda soberana referenciada y si la estrategia de cobertura es dinámica o estática.

Si una posición estaba cubierta y luego deviene descubierta no debe ser tratada como tal si la única razón del descubierto es la fluctuación del valor de los activos/responsabilidades cubiertas o el valor de la permuta. Las posiciones que se asuman involuntariamente como resultado de las obligaciones como miembros de una cámara de contrapartida central que liquida permutas de cobertura por impago tendrá la consideración de cubierta.

Para el cálculo de una posición descubierta debe utilizarse la posición neta (compras menos ventas de permutas en una deuda soberana de referencia). La valoración de las posiciones a cubrir se realizará con diferentes métodos según la estrategia de cobertura sea dinámica o estática: si es estática, se tendrá en cuenta la pérdida de la entidad a la que el titular de la posición está expuesto cuando ésta se declara fallida; si es dinámica, se aplicará un método de ajuste del riesgo que tenga en cuenta la exposición y la relativa volatilidad de los activos/responsabilidades cubiertas y la de la deuda soberana. Las exposiciones indirectas a riesgos a través de índices, riesgos, u otros se tendrá en cuenta en proporción a la representación de los activos en los mismos.

Sección IV: Importe inicial y tramos adicionales incrementales de los umbrales de notificación a aplicar para la remisión de información en posiciones netas cortas en deuda soberana.

El umbral relevante a partir del cual existe la obligación de notificación de las posiciones netas cortas a la autoridad nacional relevante consistirá en un porcentaje de la deuda viva emitida por cada emisor soberano que corresponde a una suma monetaria actualizada trimestralmente para que pueda reflejar los cambios del total emitido en circulación por cada emisor.

ESMA propone distinguir tres categorías de emisores soberanos en función del saldo vivo total de la deuda soberana emitida, la magnitud media de las posiciones mantenidas por los participantes en el mercado en relación con la deuda soberana de dicho emisor así como en función de la liquidez de cada mercado de bonos soberanos.

Teniendo en cuenta estos factores, el importe inicial se determinará por los porcentajes del 0.1%, 0,25% y 0,5% del total emitido por emisor soberano y los tramos adicionales incrementales se fijarán al 50% del importe inicial para cada grupo respectivamente.

Sección V: Parámetros y métodos de cálculo del umbral de liquidez sobre la suspensión de las restricciones sobre las ventas en corto de deuda soberana a que se refiere el artículo 13.1 del Reglamento.

La autoridad competente podrá suspender temporalmente las restricciones a que se refiere el artículo 13.1 del Reglamento en el caso de que la liquidez descienda por debajo de un determinado umbral de liquidez (es decir podrá vender en descubierto con el compromiso de honrar la liquidación).

ESMA propone, para el cálculo de dicho umbral de liquidez, tener en cuenta el volumen negociado (definido como el valor nominal total de los instrumentos) en relación con una cesta de estándares de referencia (*basket of benchmarks*) con diferentes vencimientos. La suspensión de las restricciones de ventas en corto en descubierto sobre deuda soberana se pondrá en marcha cuando el volumen negociado en un mes descienda por debajo del percentil 5 del volumen negociado mensualmente en los 12 meses anteriores. Para realizar estos cálculos cada autoridad competente deberá utilizar datos representativos disponibles facilitados por una o más plataformas de negociación, por la negociación OTC o por todas ellas, e informar a ESMA de los datos utilizados. Las autoridades competentes, antes de suspender las restricciones, deberán asegurarse que el descenso de la liquidez no es consecuencia de efectos estacionales.

Sección VI: Definición de descenso significativo del valor de los instrumentos financieros distintos de acciones líquidas y proyecto de normas técnica sobre el método de cálculo de dicho descenso.

La autoridad competente del Estado miembro de origen de una plataforma podrá, si resulta adecuado, prohibir o restringir las ventas en corto de un instrumento financiero en la mencionada plataforma o en otros casos limitar las operaciones en ese instrumento con el objeto de prevenir una caída anómala del precio de dicho instrumento cuando éste descienda de manera significativa en un solo día con respecto al precio de cierre en esa plataforma el día anterior de negociación.

ESMA concreta qué debe entenderse por descenso significativo del valor de los distintos instrumentos financieros que:

Para acciones ilíquidas, se establecen tres categorías: a) un descenso del 10% o más en el precio cuando la acción está incluida en el principal índice de la plataforma de negociación y es el subyacente de un contrato de derivado admitido a negociación; b) un descenso del 20% o más cuando el precio de la acción es 0.50 euros o superior (o el equivalente en la moneda local) y; c) un descenso del 30% o más cuando el precio de la acción es menor que 0.50 euros.

Para bonos soberanos, un aumento del 5% o más en los rendimientos reflejados en la curva del rendimiento (*yield curve*) para el emisor soberano relevante.

Para bonos corporativos, un aumento del 7% o más del rendimiento de ese mismo bono en un día de negociación.

Para instrumentos del mercado monetario, un aumento del 10% o más del rendimiento de ese mismo instrumento en un día de negociación.

Para ETFs (incluyendo los que tienen consideración de UCITs), una disminución del 10% o más del precio en un día de negociación. Los ETFs apalancados e inversos tienen la consideración de derivados.

Para opciones, futuros, *swaps*, *forward rate agreements* y otros instrumentos derivados incluyendo contratos por diferencias: si el instrumento derivado tiene un único subyacente financiero negociado en una plataforma y un descenso de valor está ya definido en el acto delegado, el descenso del valor del instrumento derivado ocurre cuando se alcanza el descenso definido para el subyacente y, en los demás casos, si el derivado se liquida en una cámara, este descenso se define como $\frac{3}{4}$ del nivel de garantías exigido por la cámara.

Para el precio de las participaciones de UCITs cotizadas, no se propone un umbral para determinar el descenso significativo de precio ya que si bien su precio puede variar libremente en la plataforma de negociación, está sujeto a normas que lo colocan cerca del valor teórico de la cartera (NAV) de la UCIT.

Sección VII: Criterios y factores a tener en cuenta por las autoridades competentes y ESMA para determinar cuándo tienen lugar hechos o circunstancias adversas.

Los hechos o circunstancias adversas a que se refiere el Reglamento en distintos puntos de su articulado deben ser determinados según ESMA con un criterio cualitativo. Si estos hechos o circunstancias suceden la autoridad nacional competente podrá: prohibir la venta en corto, requerir más información a los vendedores en corto, entre otras.

ESMA propone una serie de criterios no exhaustivos por los que un hecho o acontecimiento puede tener la consideración de adverso: 1) sería inestabilidad financiera o incertidumbre en relación a un Estado Miembro de la UE o a una institución financiera de importancia sistémica que opere en la UE y que pueda amenazar el funcionamiento ordenado y la integridad de los mercados o la estabilidad del sistema financiero en la UE; 2) rumores infundados de una rebaja de calificación crediticia o de la posibilidad de un impago que afecte a un Estado miembro o a una institución de importancia sistémica que pueda producir incertidumbre acerca de su solvencia; 3) fuertes presiones de venta y volatilidad inusual que cause espirales a la baja en cualquier instrumento financiero relacionado con emisores soberanos y con entidades de importancia sistémica; 4) cualquier daño relevante en las estructuras físicas de entidades de importancia sistémica, mercados, sistemas de liquidación, supervisores que pueda afectar a los mercados y, en especial, si son consecuencia de desastres naturales o ataques terroristas y; 5) cualquier interrupción relevante en los sistemas de pago o procesos de liquidación que puedan causar importantes fallos o retrasos.

3.- Solicitud de comentarios

El período de consultas finaliza el **9 de marzo de 2012**.

Las observaciones pueden enviarse directamente a la página web de ESMA

(www.esma.europa.eu) bajo el encabezamiento "consultations".

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales
c/ Miguel Ángel 11
28010 Madrid

International@cnmv.es