

## REGLAMENTO EUROPEO SOBRE LAS VENTAS A CORTO Y DETERMINADOS ASPECTOS DE LAS PERMUTAS DE COBERTURA POR IMPAGO

### Reglamento europeo sobre las ventas a corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago

El Reglamento (UE) N.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago (el «Reglamento 236/2012») establece un marco común en lo que se refiere a los requisitos y facultades en relación con las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago, así como un reparto de funciones entre las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros de la Unión Europea y la Autoridad Europea de Valores y Mercados («AEVM»).

De este modo se persigue asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados miembros de la Unión Europea cuando hayan de adoptarse medidas en circunstancias excepcionales de mercado.

### Regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps

Regulation (EU) No. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps («Regulation 236/2012») establishes a regulatory framework in respect of the requirements and rights in relation to short selling and credit default swaps, as well as, the distribution of powers among the competent authorities of each member State of the European Union and the European Securities and Markets Authority (ESMA).

Accordingly, the purpose of the Regulation 236/2012 is to ensure a higher level of cooperation and coherence among the member States of the European Union, when any measure must be adopted on the basis of exceptional market conditions.

### Introducción

En septiembre de 2008, en plena crisis financiera, las autoridades competentes de diversos Estados miembros de la Unión Europea y las autoridades de supervisión de terceros países, como Estados Unidos y Japón, adoptaron medidas de emergencia para restringir o prohibir las ventas en corto en relación con la totalidad o algunos de los valores. Su intervención obedecía al temor de que, en un momento de inestabilidad financiera, la venta en corto pudiera agravar la espiral descendente del precio de las acciones, en particular en las entidades financieras, de tal forma que, en última instancia, pudiera verse amenazada su viabilidad y se generaran riesgos sistémicos. Las medidas adoptadas por los distintos Estados miembros de la Unión Europea fueron dispares, al carecer de un marco reglamentario común específico para hacer frente a la problemática de las ventas en corto.

Con objeto de poner fin a esta situación fragmentada, en la que algunos Estados miembros de la Unión Europea han tomado medidas divergentes, es importante abordar de manera armonizada los riesgos potenciales derivados de las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago. Los requisitos que se pretenden imponer se considera que atajarán los riesgos identificados sin suprimir las ventajas que las ventas en corto pueden entrañar para la calidad y eficiencia de los mercados. Si bien en determinadas circunstancias pueden tener efectos adversos, en condiciones de mercado normales

las ventas en corto desempeñan una importante función para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados financieros, en particular, en lo que atañe a la liquidez de los mercados y la formación eficiente de los precios.

El Reglamento 236/2012 viene a establecer este marco común en lo que se refiere a los requisitos y facultades en relación con las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago, y asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados miembros cuando hayan de adoptarse medidas en circunstancias excepcionales.

### Ámbito de aplicación

El Reglamento 236/2012 es aplicable a los instrumentos financieros que estén admitidos a negociación en la Unión Europea, incluso cuando se negocien fuera de una plataforma de negociación, y a los instrumentos de deuda emitidos por los Estados miembros de la Unión Europea o la propia Unión Europea junto con los derivados vinculados a dichos instrumentos financieros o instrumentos de deuda.

Asimismo, el propio Reglamento 236/2012 recoge una definición de posiciones cortas y largas. Se considerará posición corta en relación con el capital en acciones emitido de una sociedad o con la deuda soberana, la posición resultante de (a) la venta en corto de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por un emisor

soberano; y (b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto del anterior, cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en caso de que disminuya el precio o valor de la acción o del instrumento de deuda; en otras palabras, se considerarán posiciones cortas aquellas que implican una posición favorable de quien las ostenta ante las variaciones negativas del precio de un activo financiero.

Se considerará posición larga la posición resultante de cualquiera de (a) la tenencia de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por el emisor soberano; y (b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto de los anteriores, cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en caso de que aumente el precio o valor de la acción o del instrumento de deuda; es decir, cuando la posición favorable viene determinada por la variación positiva del precio de un activo financiero.

Por último, se introduce el concepto de posición corta neta, que será la diferencia entre las posiciones en corto y las posiciones largas de un determinado inversor.

### **Transparencia en las posiciones cortas netas**

Las posiciones cortas netas han de ser notificadas a la correspondiente autoridad competente siempre que se alcancen determinados umbrales que se recogen en el propio Reglamento 236/2012. Por su parte, las autoridades competentes están obligadas a proporcionar a la AEVM, trimestralmente, información recapitulativa sobre las posiciones cortas netas, así como sobre las posiciones descubiertas en permutas de cobertura por impago soberano.

El umbral de notificación será un porcentaje igual al 0,2 % del capital en acciones emitido de la sociedad afectada y cada tramo del 0,1 % por encima de dicho porcentaje.

Adicionalmente, las posiciones cortas netas iguales o superiores al 0,5 % del capital en acciones emitido de la sociedad afectada y cada tramo del 0,1 % por encima de dicho porcentaje deberán ser publicadas.

Por último, la AEVM podrá emitir un dictamen destinado a la Comisión, sobre la necesidad de ajustar estos umbrales, atendiendo a la evolución de los mercados financieros.

### **Ventas en corto descubiertas**

#### **(i) restricciones sobre acciones y deuda soberana**

El Reglamento 236/2012 establece ciertos requisitos para que una persona física o jurídica pueda realizar una venta en corto de una acción admitida a negociación o de deuda soberana. Alternativamente, deberán darse al menos una de las siguientes condiciones: (a) que el inversor haya tomado en préstamo la acción o instrumento de deuda soberana u otras disposiciones que produzcan efectos jurídicos similares; (b) que haya celebrado un acuerdo para tomar en préstamo la acción o instrumento de deuda soberana o tenga una pretensión ejecutoria de carácter contractual o derecho de propiedad a que se le transfiera la propiedad de un número correspondiente de valores de la misma categoría; o (c) que tenga un pacto con un tercero en virtud del cual este último haya confirmado que la acción o instrumento de deuda soberana ha sido localizada y haya adoptado medidas frente a otros terceros para garantizar al inversor una expectativa razonable de que la liquidación podrá efectuarse en la fecha de vencimiento.

Con el fin de armonizar estas condiciones, la AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de ejecución para determinar los tipos de acuerdos y medidas que garantizan adecuadamente que la acción o instrumento de deuda soberana esté disponible para liquidación.

#### **(ii) Restricciones sobre operaciones con permutas de cobertura por impago soberano descubiertas**

El inversor podrá realizar operaciones con permutas de cobertura por impago soberano únicamente cuando tal transacción no conduzca a una posición descubierta en una permuta de cobertura por impago. Esta restricción podrá ser suspendida temporalmente (máximo de 12 meses prorrogables por periodos de menos de 6 meses) por una autoridad competente, siempre que se justifique con motivos relevantes.

En todo caso, toda suspensión será notificada a la AEVM junto con los motivos en que se basa. En un

plazo de 24 horas a partir de la notificación por parte de la autoridad competente pertinente, la AEVM emitirá un dictamen sobre la suspensión prevista o sobre su prórroga, que se publicará en el sitio web de la AEVM.

### **(iii) Procedimientos de recompra**

La contraparte central de un Estado miembro que preste servicios de compensación para acciones se asegurará de que se cuente con procedimientos que cumplan con los siguientes requisitos:

- En el supuesto de que un inversor que venda acciones no pueda entregar las acciones para liquidación en los cuatro días hábiles siguientes al día en que deba efectuarse la liquidación, se deberán poner en marcha automáticamente procedimientos de recompra de las acciones a fin de garantizar la entrega para liquidación.
- En el supuesto de que no sea posible la recompra de las acciones para su entrega, deberá abonarse al comprador un importe basado en el valor de las acciones a entregar en la fecha de entrega más un importe correspondiente a las pérdidas soportadas por el comprador como consecuencia del incumplimiento de la liquidación.
- El inversor que no cumpla la obligación de liquidación reembolsará todos los importes pagados en virtud de lo anterior. Una contraparte central de un Estado miembro que preste servicios de compensación para acciones velará por que se cuente con procedimientos que garanticen que, en el supuesto de que un inversor que venda acciones no entregue las acciones para liquidación en la fecha en que debe llevarse a cabo la liquidación, dicha persona debe abonar un importe por día hasta tanto no se ponga fin al incumplimiento.

## **Exenciones a las normas de transparencia y las restricciones en ventas en corto descubiertas**

### **(i) Plataforma principal de negociación en un tercer país**

Las normas de transparencia y las restricciones en ventas en corto descubiertas, recogidas en los apartados 0 y 0 anteriores, no serán de aplicación a las acciones de una sociedad admitidas a negociación

en una plataforma de negociación de la Unión Europea si la plataforma principal de negociación está situada en un tercer país. La valoración sobre si la plataforma de negociación principal se encuentra situada en un tercer país corresponde a la correspondiente autoridad competente, sin perjuicio de que esta deberá notificar a la AEVM todas aquellas acciones cuya plataforma principal de negociación sea un tercer país, quien a su vez publicará cada dos años la lista de acciones cuya plataforma principal de negociación se sitúe en un tercer país.

Además, la AEVM elaborará proyectos de normas técnicas reglamentarias que especifiquen el método de cálculo del efectivo negociado, con vistas a determinar la plataforma principal de negociación de una acción.

### **(ii) Actividades de creación de mercado y las operaciones del mercado primario**

Las normas de transparencia y las restricciones en ventas en corto descubiertas recogidas en los apartados 0 y 0 anteriores tampoco serán de aplicación a las operaciones realizadas con motivo de actividades de creación de mercado.

La Comisión podrá adoptar decisiones por las que declare que el marco jurídico y de supervisión de un tercer país garantiza que un mercado autorizado en ese país cumple requisitos jurídicamente vinculantes que, a efectos de la aplicación de esta exención, son equivalentes a los requisitos previstos por el ordenamiento europeo.

El marco jurídico y de supervisión de un tercer país podrá considerarse equivalente siempre que los mercados respondan a unos razonables estándares de supervisión, vigilancia e información periódica que garanticen un elevado nivel de protección de los inversores.

En relación con la deuda soberana, tampoco serán de aplicación las restricciones recogidas en los apartados 4 anterior a las actividades de un inversor, que actúe como operador primario autorizado en virtud de un contrato con un emisor soberano, cuando negocie en calidad de principal con un instrumento financiero en conexión con operaciones del mercado primario y secundario relativas a la deuda soberana.

Asimismo, las normas de transparencia y las restricciones en ventas en corto descubiertas recogidas en los apartados 0 y 0 anteriores no serán de aplica-

ción a los inversores que realicen ventas en corto de un valor o mantengan una posición corta neta en el marco de un proceso de estabilización.

## **Poderes de intervención de las autoridades competentes y la aevm**

### **(i) Poderes de las autoridades competentes**

El Reglamento 236/2012 confiere determinados derechos de intervención a las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros de la Unión Europea.

Una autoridad competente podrá exigir a los inversores que (a) mantengan posiciones cortas netas en relación con un instrumento financiero específico o una clase de instrumentos financieros o que (b) actúen en el préstamo de un instrumento financiero específico que le notifiquen o que publiquen los detalles de la posición o que le notifiquen cualquier cambio significativo en las primas exigidas para efectuar tal préstamo.

Asimismo, en relación con las ventas en corto incluso podrán prohibir la venta o cualquier otra operación que confiera una ventaja financiera al inversor en caso de que disminuya el precio. Por lo que respecta a las operaciones con permutas de cobertura por impago soberano, podrán limitar la posibilidad de que los inversores realicen dichas operaciones o limitar el valor de las posiciones descubiertas en permutas de cobertura por impago soberano.

Para que una determinada autoridad competente pueda exigir estas actuaciones será necesario que (a) se hayan producido hechos adversos que constituyan una amenaza para la estabilidad financiera, y (b) la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y responda a cierta proporcionalidad. La vigencia de dichas actuaciones estará limitada a 3 meses prorrogables y deberán ser publicadas por la autoridad competente.

Cuando el precio de un instrumento financiero en una plataforma de negociación descienda de manera significativa en un solo día de negociación (10% en caso de una acción líquida), la autoridad competente del Estado miembro podrá prohibir o restringir la realización de ventas en corto. Esta medida se aplicará por un período que no excederá del final del día de negociación siguiente a aquel en que se produzca el descenso del precio, prorrogable por un nuevo plazo no superior a dos días de negocia-

ción, y será notificada a la AEVM para que informe al resto de autoridades competentes de los Estados miembros. Si una autoridad competente se muestra en desacuerdo con las medidas adoptadas por otra autoridad competente, se buscará la conciliación, y en última instancia la AEVM podrá adoptar una decisión.

### **(ii) Poderes de la AEVM**

La AEVM desempeñará una función de facilitación y coordinación con respecto a las medidas adoptadas por las autoridades competentes. En particular, la AEVM velará por que las autoridades competentes sigan un planteamiento coherente en relación con las medidas adoptadas.

Tras recibir las correspondientes notificaciones, la AEVM emitirá en 24 horas un dictamen en el que manifieste si considera que la medida propuesta es necesaria para hacer frente a la circunstancia excepcional.

En el supuesto de que una autoridad competente se proponga adoptar medidas contrarias al dictamen emitido por la AEVM, publicará en su sitio web, en un plazo máximo de 24 horas, un aviso en el que expone las razones de su actuación. En última instancia, la AEVM podrá imponer su criterio.

Por último, la AEVM podrá investigar una cuestión o una práctica concreta relacionada con las ventas en corto o con el uso de permutas de cobertura por impago para evaluar si supone alguna amenaza potencial para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en la Unión Europea. La AEVM publicará un informe en el que exponga sus conclusiones y sus posibles recomendaciones en lo que respecta a la mencionada cuestión o práctica en un plazo de tres meses tras haber concluido dicha investigación.

## **Papel de las autoridades competentes**

Cada Estado miembro designará una o varias autoridades competentes a efectos de lo previsto en el presente Reglamento. Cuando un Estado miembro designe más de una autoridad competente, determinará con claridad las funciones respectivas de cada una.

Las autoridades competentes dispondrán de todas las facultades de supervisión e investigación necesarias para el ejercicio de sus funciones y estarán

facultadas para (a) obtener acceso a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir o realizar una copia de él; (b) requerir información de cualquier persona física o jurídica y, en su caso, convocar e interrogar a una persona física o jurídica para obtener información; (c) realizar inspecciones *in situ* con o sin previo aviso; (d) requerir los registros existentes de comunicaciones telefónicas y tráfico de datos; (e) exigir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones del presente Reglamento; (f) exigir el bloqueo y/o el secuestro de activos.

Además, estarán sujetas a la obligación de secreto profesional todas las personas que trabajen o hayan trabajado para la autoridad competente. La información confidencial amparada por el secreto profesional no podrá revelarse, salvo si tal revelación resulta necesaria en el marco de un procedimiento judicial.

Toda la información intercambiada por las autoridades competentes se considerará también confidencial y amparada por el secreto profesional.

Las autoridades competentes cooperarán entre sí y con la AEVM cuando resulte necesario y se facilitarán sin dilaciones la información pertinente. La autoridad competente de un Estado miembro podrá solicitar la asistencia de la autoridad competente de otro Estado miembro en relación con inspecciones *in situ* o investigaciones.

En relación con terceros países, las autoridades competentes podrán celebrar convenios de cooperación con sus autoridades supervisoras, con vistas al intercambio de información de manera puntual. Las autoridades competentes informarán a la AEVM y a las autoridades competentes de los demás Estados miembros cuando se proponga celebrar un convenio de este tipo. La AEVM coordinará la elaboración de los convenios de cooperación entre las autoridades competentes y las autoridades supervisoras pertinentes de terceros países.

Por último, los Estados miembros establecerán el régimen de sanciones, incluidas medidas administrativas, aplicables en caso de infracción del Reglamento 236/2012, y tomarán todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Dichas sanciones y medidas administrativas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.

De acuerdo con el Reglamento (UE) n.º 1095/2010, la AEVM podrá adoptar directrices con miras a garantizar la adopción de un enfoque coherente en relación con las sanciones y medidas administrativas que habrán de establecer los Estados miembros.

Los Estados miembros notificarán a la Comisión y a la AEVM las disposiciones a las que se hace referencia en los párrafos primero y segundo a más tardar el 1 de julio de 2012 y les comunicarán sin demora cualquier modificación posterior que afecte a dichas disposiciones.

La AEVM publicará y actualizará en su sitio web una lista de las sanciones, incluidas medidas administrativas, por Estado miembro.

Los Estados miembros facilitarán a la AEVM anualmente la información agregada referente a todas las sanciones, incluidas medidas administrativas. Si una autoridad competente informa al público de la imposición de una sanción, incluidas medidas administrativas, notificará simultáneamente a la AEVM al respecto.

### Actos delegados

La AEVM otorga poderes a la Comisión para adoptar actos delegados por plazo indefinido, sin perjuicio de que determinadas delegaciones podrán ser revocadas en todo momento por el Parlamento Europeo o por el Consejo.

ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE OLIVEIRA\*

\* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).