



Informe de ESMA relativo a la consulta pública sobre la práctica de cobertura previa (pre-hedging)

Septiembre 2023

ESMA publicó el 12 de julio de 2023 un Informe en el que aborda el posible tratamiento que merecen las prácticas de cobertura con antelación o previa (conocidas en inglés como *pre-hedging*) llevadas a cabo por los proveedores de liquidez en la negociación de instrumentos financieros. Para ello, el documento publicado realiza un análisis de las respuestas recibidas a raíz de la consulta pública (en concreto, un “*call for evidence*” -CfE, por sus siglas en inglés-) lanzada en julio de 2022. En particular, ESMA estudia en esta CfE dos supuestos concretos relacionados con el pre-hedging: (a) la negociación que llevan a cabo los proveedores de liquidez en el contexto de sistemas de petición de cotización (“*request for quote*” en inglés, -RFQ-) antes de la aceptación de la cotización por el cliente y (b) la negociación que llevan a cabo los proveedores de liquidez con antelación en previsión de una orden de un cliente. Como punto de partida, ESMA parte de la definición recogida en la CfE sobre el pre-hedging y entiende que se trata de aquella actividad de negociación que lleva a cabo una empresa de servicios de inversión (ESI) siempre que esta reúna la siguientes características: (a) se realice por cuenta propia; (b) su objetivo consista en mitigar el previsible riesgo de inventario derivado de posibles operaciones entrantes (procedentes de clientes); (c) se realice con carácter previo a la ejecución de dichas operaciones potenciales y (d) se realice en interés y beneficio del cliente (al menos, parcialmente) o para facilitar la ejecución de las posibles operaciones entrantes.

Controversia respecto al pre-hedging y ventajas de su utilización

ESMA se hace eco en el Informe de un trabajo académico¹ en el que se sugiere que determinadas prácticas de pre-hedging podrían dar lugar a un precio final perjudicial para los clientes. Concretamente, se alude al conflicto de intereses en el que podrían incurrir los intermediarios cuando con ocasión de operaciones sobre derivados decidan realizar pre-hedging llevando a cabo transacciones sobre los activos subyacentes de tal manera que provoquen que el precio de dichas operaciones de derivados resulte más favorables para ellos, en perjuicio de sus clientes. Algunos participantes del mercado opinan que los posibles riesgos de esta práctica pueden acentuarse cuando los clientes emplean varios RFQ competitivos o para el caso de RFQ sobre activos de alta liquidez. Entre las respuestas a la CfE, se recibieron argumentos en contra del pre-hedging llegando una parte interesada a equipararlo al *front-running*² en ciertos casos (en particular, si se negocian volúmenes similares y en la misma dirección que los que tienen lugar en una RFQ). Asimismo, otras respuestas indicaron que en mercados competitivos de RFQ, el pre-hedging compromete la integridad del mercado ya que genera mayores costes de *slippage*³, además de poder provocar condiciones de competencia desiguales cuando un proveedor de liquidez lo realiza mientras que otros no. Por último, y como nuevo concepto denominado “*free-optionality*” que surge de una de las respuestas recibidas al CfE, el Informe ilustra como un proveedor de liquidez podría trasladar su riesgo de mercado al cliente, sin trasladarle los posibles beneficios que pudieran generarse⁴. No obstante, y en sentido contrario, en la CfE ya se señalaba que el pre-hedging es una práctica frecuente en los mercados financieros y que no está prohibida en otras jurisdicciones⁵ (siempre que se cumplan ciertos requisitos). En este sentido, ESMA incorporó en el documento ciertas referencias a iniciativas transfronterizas que tratan esta práctica⁶ y a los factores bajo los cuales se consideraría válida. Asimismo, la CfE incorpora argumentos de participantes del mercado recibidos en consultas previas de ESMA⁷ argumentando que la práctica en cuestión logra una reducción del riesgo de mercado, con menor volatilidad y menores costes en general, además de mejores cotizaciones para los clientes. Las respuestas a la CfE que argumentan a favor de la práctica de pre-hedging, reiteran que esta facilita la posibilidad de ejecutar órdenes de gran tamaño que de otro modo serían complejas de llevar a cabo, además de señalar que se trata de una herramienta necesaria para que los bancos y las ESI gestionen eficazmente su riesgo.

Después de considerar los distintos argumentos recibidos tras la CfE, en un sentido y el otro, ESMA concluye que el pre-hedging consiste en una práctica de mercado de carácter voluntario que podría dar lugar a conflictos de interés o comportamientos abusivos, los cuales deberán ser considerados en desarrollos futuros sobre la materia.

En esta línea, ESMA ya ha considerado para su análisis la norma 5270 de FINRA, sobre cómo actuar en el supuesto de operaciones de bloques (*customer block orders*⁸). No obstante, el Informe destaca que tiene todavía que estudiar si esta norma abarca o no el supuesto en el que un proveedor de liquidez realiza una operación de pre-hedging antes de haber aceptado la cotización del cliente.

Pre-hedging en el ámbito del Reglamento de Abuso de Mercado (MAR)⁹

RFQ como información privilegiada

En la CfE, ESMA recopiló ciertas evidencias para que se evaluase si una RFQ puede ser considerada información privilegiada, de conformidad con la definición contenida en el artículo 7(1)(a) de MAR¹⁰. Asimismo, también se planteó a los participantes del mercado si las cotizaciones comprador y vendedor *-two-way quote-* (conocidas como solicitudes de mercado o RFM *-request-for-market-*) pueden considerarse como información precisa y constituir información privilegiada. En respuesta a todo ello, los argumentos recibidos de los participantes indican que las RFQs no debieran considerarse de forma sistemática como información privilegiada (ya que una equiparación se apartaría de la lectura actual de MAR). Por ello, ESMA reconoce que un enfoque caso por caso parece necesario para evaluar si una RFQ puede considerarse información privilegiada y, cuando así se considere, se señala que deberá tenerse en cuenta la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la UE sobre la materia¹¹.

Indicadores de conducta legítima e ilegítima bajo MAR

La CfE plantea unos parámetros a considerar para evaluar la legitimidad de las prácticas de pre-hedging bajo MAR.

En primer lugar, se tiene en cuenta la posición de los sujetos ante la actividad de pre-hedging y se concluye que aquellos agentes que no asuman riesgos al concluir operaciones (es decir, no negocien por cuenta propia), no tendrían motivos para desempeñar esta práctica. El *feedback* recibido al respecto comparte esta postura.

En segundo lugar, se estima que el pre-hedging debe responder también a necesidades de gestión de riesgos. Esta gestión, a su vez, tendrá en cuenta los casos en los que se considera necesaria para este fin, la probabilidad de ejecución de la operación y los instrumentos utilizados. Las respuestas a la CfE muestran que los participantes del mercado apoyan una evaluación caso por caso de las diferentes prácticas y se hace referencia a las guías existentes de GFXC¹² y FMSB¹³ para que sean utilizadas como un buen punto de partida para identificar prácticas legítimas. No obstante, hay consenso generalizado en que no puede considerarse la actividad como legítima cuando no haya expectativa de concluir la operación. En cuanto a los instrumentos sobre los que puede recaer el pre-hedging, existe acuerdo en que cualquier tipo de instrumento relacionado con una RFQ es válido siempre que el pre-hedging se realice en relación con esa RFQ. Asimismo, el documento sugiere que continúe evaluándose, caso por caso, si el uso de instrumentos altamente diversificados puede considerarse como un indicador de conducta legítima.

En tercer lugar, se trata el interés del cliente y si el consentimiento expreso del cliente para el pre-hedging acredita ese interés implícitamente. Si bien, este parece que podría usarse como un indicador, ESMA y los participantes señalan que el consentimiento por sí solo no impide que se produzcan conductas ilegítimas. No obstante, mientras que un grupo de participantes alude en sus respuestas al permanente interés para el cliente al contar con mejores cotizaciones o mejor ejecución, otros consideran que las variaciones de precio que se provocan en su proceso son contrarias a los intereses del cliente. ESMA, atendiendo a ambas posturas simplemente concluye que el interés del cliente será estimado entre los criterios a considerar en las evaluaciones caso por caso.

La liquidez del instrumento como posible indicador de comportamiento ilegítimo

La mayoría de las respuestas recogidas en el documento de ESMA indican que la liquidez no debe ser considerada como un indicador de comportamiento ilegítimo con carácter general. Se subraya que otras cuestiones, como el tamaño de la operación, la tipología de instrumento financiero y las noticias relevantes del mercado, deberán ser también consideradas. En la misma línea, ESMA vuelve a decantarse por las evaluaciones caso por caso, las cuales deben observar criterios/indicadores, entre los que se encuentra la liquidez, con objeto de vigilar si se ha producido una conducta ilegítima y, en consecuencia, un impacto negativo al cliente.

Pre-hedging y sus implicaciones respecto a la Directiva y el Reglamento sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID II/MiFIR)¹⁴

Tipos de clientes impactados por el pre-hedging

Como es sabido, MiFID considera a los tipos de cliente en función de su experiencia y conocimientos para adaptar

la protección del inversor que le corresponde a su perfil. En una primera aproximación ESMA observó que esta actividad tiene lugar fundamentalmente en mercados mayoristas, con ESI y contrapartes elegibles como actores principales. No obstante, las respuestas a la CfE arrojan que también, en menor medida, clientes profesionales participan en esta actividad (incluso clientes minoristas esporádicamente). En consecuencia, ESMA indica que las guías que se desarrollen al respecto abarcarán no solo a las RFQs de las contrapartes elegibles, sino también a las de clientes profesionales.

Conflictos de interés

MiFID II prevé que las ESI deben identificar y prevenir o gestionar los conflictos de interés que puedan surgir entre ellos y sus clientes de forma que no les afecten¹⁵. Concretamente, cuando se obtenga un beneficio a expensas del cliente y cuando no están alineados los intereses del cliente y proveedor. Para ello, las ESI deberán contar con políticas de conflictos de intereses escritas y medidas adicionales para mitigar estos riesgos, además de divulgar los conflictos de intereses a sus clientes cuando no se puedan prevenir o aliviar. Por un lado, la mayoría de las repuestas a la CfE arroja que los participantes actualmente incorporan en sus procedimientos internos previsiones específicas sobre la práctica de pre-hedging, si bien, solo una repuesta desarrolla el detalle de su contenido. Por otro lado, no se ha podido observar en las respuestas una práctica de mercado común sobre la divulgación de esta práctica a los clientes, ni siquiera recogida en los términos de los contratos. En consecuencia, ESMA considera que cualquier orientación futura previsiblemente contemplará la obligación de incorporar explícitamente referencias a sobre el pre-hedging en sus políticas de conflictos de interés.

Otras consideraciones de la CfE

Para terminar, ESMA intentó recabar comentarios en la CfE de los participantes del mercado sobre la relación entre posibles prácticas abusivas por parte de quienes solicitan cotizaciones y la obligación recogida en MiFID II que tienen las ESI de aportar información clara y no engañosa (a contrapartes elegibles).

Por otro lado, también se incluyó en la consulta la posible interacción entre el pre-hedging, los internalizadores sistemáticos (IS) y los sistemas organizados de contratación (SOC).

En relación con ambas cuestiones, ESMA considera que el *feedback* recabado es muy limitado para poder tomar una postura.

¹ Henderson, B., Pearson, N. and Wang, L., 2020. Pre-trade hedging: Evidence from the issuance of retail structured products. *Journal of Financial Economics*, 137(1).

² Aprovechamiento irregular que obtiene el intermediario cuando al recibir una orden de su cliente no la ejecuta con la diligencia requerida, sino que realiza una operación del mismo signo por cuenta propia para después colocar los activos a su cliente obteniendo un diferencial sin riesgo.

³ Diferencia en el precio al que se ejecuta una orden respecto al precio al cual se solicitó.

⁴ En concreto, el documento señala dos situaciones que pueden darse al realizar el pre-hedging. La primera es cuando el pre-hedging da lugar a un movimiento de precios a su favor y este beneficio no se traslada al cliente. El segundo es cuando modifican la cotización para cubrirse al conocer que la operación de pre-hedging ha provocado una modificación de precios que no les resulta favorable.

⁵ Entre ellas Estados Unidos (FINRA Rule 5270).

⁶ Global FX Code (Principio 11) y el estándar del Financial Markets Standard Board (FMSB) para la ejecución de grandes operaciones en mercados de renta fija, de divisas y de materias primas (FICC, por sus siglas en inglés).

⁷ Consulta Pública de ESMA sobre la revisión del Reglamento de abuso de mercado.

⁸ Esta norma prohíbe introducir una orden sobre un valor o un instrumento financiero cuando el intermediario tiene información material y no pública relativa a una operación en bloque a realizar sobre ese valor o instrumento financiero (incluido si es un subyacente), antes de que esa información se haga pública. Pero, a modo de excepción, permite al intermediario realizar el pre-hedging si se cumplen las siguientes condiciones: (a) facilita la operación de bloque del cliente, minimizando posibles daños/desventajas; (b) nunca puede anteponer su interés financiero al del cliente y (c) debe obtener su consentimiento antes de realizar dicha operación.

⁹ Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado.

¹⁰ “[...] se entenderá por información privilegiada [...] la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados

relacionados con ellos. [...]”.

¹¹ Sentencia del Tribunal de Justicia de la UE de Lafonta contra Autorité des marchés financiers (AMF), que concluye que cierta información puede considerarse precisa siempre que se espere una variación de precios (sin que resulte necesario conocer si los precios aumentarán o disminuirán).

¹² Global Foreign Exchange Committee: Commentary on Principle 11 and the role of pre-hedging in today’s FX landscape, July 2021.

¹³ FICC Markets Standard Board: Standard for the execution of Large Trades in FICC markets, May 2021.

¹⁴ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 , relativa a los mercados de instrumentos financieros / Reglamento (UE) No 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.

¹⁵ Artículo 16, apartado 3, de MiFID II.

Enlaces de interés: [ESMA Report on the Call for Evidence on pre-hedging](#) [ESMA Call for Evidence on pre-hedging](#)