Informe Final sobre Pre-hedging

Febrero 2026

El *pre-hedging* o precobertura es una práctica de mercado utilizada por los intermediarios financieros para gestionar el riesgo de ofertas primarias anticipadas en las que actúan en calidad de principal, así como de transacciones en mercados secundarios, predominantemente en mercados mayoristas[1]. Aunque el uso del *pre-hedging* puede beneficiar tanto a clientes como a intermediarios en determinadas operaciones, también genera preocupación respecto a posibles riesgos para la integridad del mercado y la adecuada protección de los clientes.

El 3 de noviembre de 2025, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por su acrónimo en inglés) publicó su Informe Final sobre Pre-Hedging (de ahora en adelante, el "informe final") con el objetivo de ofrecer una mayor coherencia y claridad respecto a esta práctica, así como promover condiciones de competencia equitativas entre jurisdicciones, clases de activos y tipos de ejecución. El informe incluye su propia definición de *pre-hedging* y establece recomendaciones no vinculantes a título orientativo para los miembros de la IOSCO.

Dicho informe vino precedido de una consulta pública con el objetivo de recabar las opiniones de las partes interesadas. Las respuestas mostraron una comprensión general de las cuestiones relevantes, aunque también pusieron de manifiesto la diversidad de opiniones entre segmentos y participantes en el mercado en cuestiones clave como las circunstancias en las que el *pre-hedging* puede ser apropiado, las obligaciones de información al cliente, la obtención y revocación del consentimiento informado del cliente, los requisitos de conservación de registros y el tratamiento de la precobertura en peticiones competitivas de cotización ("request for quote" en inglés, -RFQ-).

[1] Para una definición de «mercados mayoristas» a los efectos de este informe final, véase el Informe del Grupo de Trabajo de la IOSCO sobre Conductas en los Mercados Mayoristas de junio de 2017, página 4: "Si bien no existe una definición plenamente acuñada, los mercados mayoristas pueden entenderse como aquellos compuestos por contrapartes profesionales, en los que ambas contrapartes son individuos o entidades consideradas más sofisticadas que los clientes o participantes minoristas al uso".

Pregunta

¿Qué es el *pre-hedging* y qué implicaciones tiene?

Respuesta

La práctica del *pre-hedging* o precobertura implica que los clientes soliciten precios a los intermediarios para determinados instrumentos financieros y clases de activos (por ejemplo, acciones, renta fija, divisas y materias primas), con carácter previo a la celebración de un acuerdo irrevocable sobre una operación en el mercado primario o secundario, o a la aceptación de una oferta ejecutable. Al hacerlo, el cliente facilita al intermediario información sobre la operación que desea llevar a cabo, incluyendo los instrumentos financieros, el volumen, la dirección, los parámetros de precio y el momento de ejecución.

Algunos intermediarios utilizan dicha información para gestionar los riesgos derivados de abrir dicha posición, ya sea operando en esos mismos instrumentos o en otros de naturaleza similar. Esta práctica es conocida como *pre-hedging* (también «posicionamiento previo» o «trading anticipado»), y es una herramienta de gestión del riesgo empleada por los intermediarios.

IOSCO define el *pre-hedging* como la operativa que realiza un intermediario en los siguientes casos:

- El intermediario opera por cuenta propia en calidad de principal (no como agente); y
- Las operaciones se ejecutan en los mismos instrumentos o en instrumentos relacionados tras la recepción de información sobre una o varias operaciones anticipadas por un cliente, antes de que el cliente acuerde los términos de dicha(s) transacción(es) y/o la aceptación irrevocable de las transacciones ejecutables; y

- Las operaciones se ejecutan para la gestión de riesgos asociados a la operativa anticipada del cliente; y
- Las operaciones se ejecutan con la intención de beneficiar al cliente[2].

Beneficios

La operativa de *pre-hedging* ofrece determinados beneficios tanto a clientes como a intermediarios. Por ejemplo, puede facilitar **la revelación de precios** al permitir a los intermediarios analizar el mercado y las condiciones de liquidez antes de cotizar un precio. También puede ayudar a **reducir el riesgo de mercado** al permitir a los intermediarios compensar parte de la exposición prevista con antelación, además de **reducir el impacto en el mercado** al distribuir la operativa en un horizonte temporal más prolongado. Asimismo, el *pre-hedging* puede contribuir a la **liquidez del mercado y a fomentar la competencia** al permitir que intermediarios más pequeños puedan competir de forma más efectiva con entidades de mayor tamaño.

Riesgos

Pese a ofrecer una serie de posibles ventajas, el *pre-hedging* también conlleva riesgos derivados del uso de la información del cliente. Entre ellos destaca el **uso indebido de dicha información en beneficio del propio del intermediario**; la **falta de transparencia**, que puede impedir que los clientes comprendan los costes, beneficios o riesgos reales del *pre-hedging*, así como la posibilidad de obtener **resultados no deseados tanto en precios como en liquidez**, especialmente en casos en los que el cliente desconoce la operativa de *pre-hedging* o los efectos que puede tener sobre las condiciones de mercado.

[2] «Cliente» en este contexto incluye a la contraparte y no da lugar a relación de agencia ni a deber fiduciario alguno.

Pregunta

¿Cuáles son las recomendaciones de IOSCO para clientes e intermediarios?

Respuesta

El informe final de IOSCO establece dos categorías de recomendaciones: (A) recomendaciones relativas al uso del *pre-hedging*, y (B) recomendaciones relativas a la gestión del riesgo de conductas derivadas del uso del *pre-hedging*.

Las recomendaciones A1 a la A4 de IOSCO establecen los principios que deben guiar la actuación de los intermediarios a la hora de realizar operativas de *pre-hedging*. En ellas se subraya que debe realizarse exclusivamente con una finalidad legítima de gestión del riesgo vinculada a operaciones anticipadas de clientes y siempre en beneficio de éstos. Asimismo, se exige que se lleve a cabo de manera justa y transparente, procurando siempre minimizar el impacto en el mercado y preservando su integridad.

Las recomendaciones B1 a la B6 de IOSCO se refieren a la gobernanza, transparencia y mecanismos de control que deben fundamentar la operativa de los intermediarios. Destacan la necesidad de documentar adecuadamente e implementar políticas, procedimientos y controles con el objetivo de prevenir y detectar conductas indebidas y de garantizar la coherencia con los marcos de la entidad sobre abuso de mercado. Dichos mecanismos deben estar respaldados por sistemas de control, seguimiento, escalado y supervisión, así como requerir que los intermediarios documenten cómo se identifican y evalúan los posibles riesgos de conducta antes de realizar cualquier actividad de *pre-hedging*.

Estas recomendaciones subrayan, además, la importancia de contar con mecanismos de cumplimiento normativo y supervisión que aborden expresamente el *pre-hedging*, con sistemas de supervisión y revisión, así como de monitorización y seguimiento de su operativa y comunicaciones. Dichos mecanismos deben permitir detectar si el *pre-hedging* se realiza para la gestión del riesgo, en beneficio del cliente y si tiene el objetivo de minimizar el impacto en el mercado. Además, se espera que los intermediarios gestionen adecuadamente el acceso a la información personal de los clientes, evitando su uso indebido, al tiempo que ofrecen a los clientes información clara sobre cómo puede aplicarse el *pre-hedging* en sus operaciones y, cuando resulte posible, recaben su consentimiento previo. Asimismo, los conflictos de intereses relacionados con el *pre-hedging* se deben abordar a través de procesos eficaces y de controles de información físicos y telemáticos, que deberán revisarse periódicamente. Por último, se señala que los intermediarios deben contar con mecanismos de conservación de registros, que incluyan las actividades de *pre-hedging*, y permitan su supervisión, monitorización y seguimiento.

Las recomendaciones de IOSCO dirigidas a los clientes se refieren a la gestión de sus posibles riesgos. Por ejemplo, para minimizar el riesgo de deslizamiento de precios, se propone utilizar enfoques no direccionales, como las peticiones de cotización en dos direcciones (compra y venta), así como implementar controles internos para

supervisar los precios del mercado, los resultados de ejecución y la actividad del mercado cuando se haya utilizado *pre-hedging*. Las propuestas también señalan que los clientes pueden informarse sobre las prácticas de *pre-hedging* y su posible impacto, comunicar al intermediario si no desean que se utilice y solicitar información sobre cómo se llevó a cabo el *pre-hedging* en relación con sus operaciones.

Pregunta

¿Cuál es el enfoque de IOSCO al respecto y qué estándares existen?

Respuesta

La encuesta reveló que **únicamente un porcentaje reducido de miembros de la IOSCO tiene normativas o directrices específicas sobre el *pre-hedging***. En buena parte de las jurisdicciones, el *pre-hedging* se trata de forma indirecta dentro de marcos regulatorios más amplios sobre normas generales de conducta. Para preservar la integridad del mercado, la mayoría de los miembros de IOSCO se apoyan en las normas de abuso de mercado relativas al uso de información privilegiada, incluida la anticipación de órdenes (*front running* en inglés), así como a la manipulación de mercado.

IOSCO señala que no ha analizado en qué circunstancias el *pre-hedging* puede constituir abuso de mercado en las diferentes jurisdicciones, y subraya que las recomendaciones son complementarias y adicionales a los marcos regulatorios nacionales, incluida la normativa sobre abuso de mercado. Dichas recomendaciones no constituyen un puerto seguro frente a los requisitos en materia de abuso de mercado, y tienen como objetivo respaldar a los miembros de IOSCO, especialmente en cuanto a la modificación de los marcos existentes, reconociendo que muchos de ellos ya cuentan con normativas que logran resultados similares.

Pregunta

¿Cuál es la opinión de las partes interesadas?

Respuesta

La interacción con los participantes puso de manifiesto que el marco del *pre-hedging* es complejo y está sujeto a interpretaciones y opiniones diversas. Entre los temas clave debatidos destacan:

A. *Pre-hedging* en el contexto de la actividad de principal frente a agente. Existe un consenso generalizado en cuanto a que debería llevarse a cabo únicamente cuando el intermediario actúa como principal (es decir, cuando no actúa en calidad de agente).

B. Factores a tener en cuenta para el *pre-hedging*. Los participantes señalaron que existen diversos factores que los intermediarios deben considerar y no hay una estandarización en el tamaño de las operaciones o las cotizaciones. Se deben tener en cuenta factores de mercado, como el importe nominal de la operación individual, la liquidez del mercado, así como la hora y las condiciones del mercado. Algunos participantes sostienen que el *pre-hedging* tiende a generar mayores beneficios para clientes e intermediarios cuando las operaciones son grandes en relación con la liquidez del mercado del instrumento financiero o en periodos de mayor volatilidad.

C. Clases de activos. En general se considera que la precobertura no depende del tipo de activos y se emplea en mercados en los que son habituales las peticiones de cotización.

D. Aspectos en los que los participantes manifestaron divergencia de opiniones. Se detectaron discrepancias en cuanto a las circunstancias más idóneas para las operativas *pre-hedging*, la información que debe facilitarse a los clientes, cómo y cuándo debe obtenerse el consentimiento informado del cliente y cómo puede retirarse, los requisitos de conservación de registros para una correcta supervisión, así como sobre el uso del *pre-hedging* en peticiones competitivas de cotización.

Enlaces de interés:

FR/14/2025 Pre-Hedging

The European Securities and Markets Authority (ESMA) “Call for Evidence on pre-hedging”

The European Securities and Markets Authority (ESMA) “Report on the Call for Evidence on pre-hedging”

Este artículo es un resumen no oficial de documentación pública redactada por IOSCO y no refleja necesariamente la posición oficial de la CNMV, sus directivos o resto del personal sobre las materias objeto de este documento.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.