



## **Mecanismos utilizados por las plataformas de negociación para gestionar la volatilidad extrema y preservar la negociación ordenada. Junio 2018.**

El 7 de marzo de 2018, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) publicó un documento a consulta sobre *“Los mecanismos utilizados por las plataformas de negociación para gestionar la volatilidad extrema y preservar la negociación ordenada”* con el objetivo de animar al sector y comentar los análisis y recomendaciones que se recogen en el documento. La consulta pública finalizó el 6 de mayo y se prevé analizar, en las próximas semanas, los comentarios recibidos con el fin de elaborar un informe final.

Uno de los objetivos de IOSCO es asegurar que los mercados son justos, eficientes y transparentes. Los eventos de volatilidad extrema pueden socavar este objetivo, dañando la integridad de los mercados de valores y disminuyendo la confianza en los mercados. En los últimos años el uso de las tecnologías ha aumentado considerablemente. En general, la tecnología ha proporcionado al mercado y sus participantes grandes ventajas, tales como mayor participación, unas horquillas de precios menores, mayor liquidez, menor volatilidad a corto plazo y mejores medios para obtener una mejor ejecución de las órdenes de los clientes. Sin embargo, la tecnología también lleva aparejados una serie de riesgos potenciales, tales como la sobrecarga de los sistemas de los centros de negociación debido a grandes volúmenes de órdenes o, en el caso del trading algorítmico y el trading de alta frecuencia, riesgos de generación de órdenes duplicadas, erróneas y otras anomalías que pueden causar trastornos en el mercado. Las tecnologías de la información han aumentado la velocidad, capacidad y complejidad de las operaciones, al mismo tiempo que se han producido elementos de volatilidad extrema o anormal en los mercados financieros (Ejemplo: Flash Crash de 2010).

En particular, el informe analiza los siguientes elementos:

- Los diferentes mecanismos automáticos utilizados por las plataformas de negociación para interrumpir o restringir la negociación durante eventos de extrema volatilidad.
- El procedimiento para establecer y monitorizar los umbrales y precios de referencia utilizados en estos mecanismos.
- Cómo y qué tipo de información en relación con el diseño, las operaciones y la activación de estos mecanismos se difunde a las autoridades reguladoras, participantes del mercado y público en general.
- La comunicación entre las plataformas de negociación, tanto en la misma jurisdicción de la plataforma de negociación donde se activa el mecanismo de gestión de volatilidad, como entre distintas jurisdicciones, donde se negocia el mismo valor o instrumentos relacionados.

El documento a consulta concluye con una serie de recomendaciones que pretenden asistir a las plataformas de negociación y a las autoridades regulatorias al tomar sus decisiones sobre la implementación, operativas y monitorización de los mecanismos de control de la volatilidad.

Las recomendaciones son las siguientes:

1) Las plataformas de negociación deberían tener mecanismos de control para gestionar la volatilidad extrema durante las horas de negociación y preservar la negociación ordenada de los instrumentos financieros en el mercado.

2) Las plataformas de negociación deberían asegurar que los mecanismos de gestión de la volatilidad están calibrados de forma adecuada. Para ello, las plataformas de negociación podrán considerar la siguiente lista no-exhaustiva de elementos:

- a. La naturaleza del instrumento financiero o activo subyacente, ej. un valor, ETF o derivado.
- b. La liquidez o características de la negociación del instrumento financiero.
- c. La volatilidad del instrumento financiero o producto subyacente.
- d. Los mecanismos de control de volatilidad de instrumentos financieros relacionados y/o mercados.
- e. El precio del instrumento financiero.

3) Las plataformas de negociación deberían monitorizar de forma regular los mecanismos de gestión de la volatilidad para asegurar que funcionan tal como han sido diseñados y para identificar circunstancias que podrían requerir que se recalibren nuevamente estos mecanismos.

4) Las autoridades regulatorias deberían considerar qué información necesitan para monitorizar de forma efectiva el marco de todos los mecanismos de gestión de volatilidad en su jurisdicción y estar seguros de que todas las plataformas de negociación mantienen unos registros adecuados.

5) Las plataformas de negociación deberían poner, a disponibilidad de la autoridad supervisora, la información sobre la ejecución de cualquier mecanismo de gestión de la volatilidad.

6) Las plataformas de negociación deberían comunicar información suficiente a los miembros del mercado y, si es apropiado, al público en general, para comprender la naturaleza y operativa de los mecanismos de gestión de la volatilidad utilizados.

7) Las plataformas de negociación deberían facilitar a los miembros del mercado y, siempre que sea apropiado, al público en general la activación de un mecanismo de control de la volatilidad. La información a los miembros de mercado deberá ser proporcionada sin demora.

8) Cuando un mismo instrumento financiero o instrumentos relacionados se negocien en múltiples plataformas de negociación en la misma jurisdicción, las plataformas de negociación deberían comunicar cuando sea necesaria, la activación del mecanismo de control de volatilidad. Cuando el mismo instrumento financiero o instrumentos financieros relacionados se negocien en diferentes jurisdicciones y se active el mecanismo de control, la comunicación sería conveniente”

Comparación con los principios imperantes en la Unión Europea.

En la Unión Europea la Directiva 2014/65/EU, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 (MiFID II), relativa a los mercados de instrumentos financieros, en su artículo 48 trata sobre la resistencia de los sistemas, mecanismos de gestión de volatilidad y negociación algorítmica. En relación con los mecanismos de gestión de volatilidad, el apartado 5 del referido artículo establece que los Estados miembros exigirán que sus mercados regulados estén en condiciones de interrumpir o limitar temporalmente la negociación si se produce una fluctuación significativa en el precio de un instrumento financiero en dicho mercado o en un mercado conexo durante un breve espacio de tiempo e, incluso, en casos excepcionales cancelar, alterar o corregir cualquier operación (Recomendación 1 de IOSCO).

Además, los Estados miembros deberán exigir que los mercados regulados garanticen que los parámetros para interrumpir la negociación sean adecuadamente calibrados. Es más, va más allá de la Recomendación 2 de IOSCO y establece que, al calibrar estos mecanismos, los mercados regulados deberán tener en cuenta la liquidez de las diferentes clases y subclases de activos, la naturaleza del modelo de mercado y los tipos de

usuarios, así como que sean suficientes para impedir perturbaciones significativas en el correcto funcionamiento de la negociación.

El citado apartado del artículo 48 de MiFID II, también exige que los Estados miembros garanticen que los mercados regulados informen sobre los parámetros para interrumpir la negociación y sobre cualquier modificación de dichos parámetros, de manera coherente y comparable, a la autoridad competente y que esta a su vez informe a Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) al respecto, en línea con la Recomendación 5 del documento elaborado por IOSCO.

Por otro lado, el artículo 48 de MiFID II establece en su apartado 12, que ESMA elaborará normas técnicas de regulación especificando una serie de requisitos organizativos para las plataformas de negociación sobre la resistencia de los sistemas, los mecanismos de gestión de volatilidad y la negociación electrónica y el artículo 18, apartado 5, especifica que esta regulación se extenderá a los Sistemas Multilaterales de Negociación y a los Mercados Organizados (MTFs y OTFs, por sus siglas en inglés, respectivamente). Estos requisitos se desarrollan en el Reglamento Delegado 2017/584, de 14 de julio de 2016. Este Reglamento Delegado, en su artículo 18 que trata sobre la Prevención de anomalías en las condiciones de negociación, establece, entre otras disposiciones, que los centros de negociación deberán disponer de mecanismos para gestionar la volatilidad (Recomendación 1 de IOSCO). Además, exige en su apartado 3 que los centros de negociación establecerán políticas y dispositivos con respecto a los mecanismos de gestión de volatilidad, entre otros aspectos, con arreglo al artículo 19 del mismo Reglamento.

En este artículo 19, que tiene su fundamento en el apartado 5 del artículo 48 de la MiFID II mencionado anteriormente, se regulan los mecanismos de gestión de la volatilidad y se establece que los centros de negociación garantizarán que existan mecanismos apropiados para interrumpir o restringir automáticamente la negociación, estén operativos en todo momento durante el horario de negociación, sean objeto de pruebas antes de su aplicación y, posteriormente, se ajusten recursos humanos e informáticos para el mantenimiento y supervisión y que estos mecanismos sean objeto de supervisión constante.

Asimismo, exige que se hagan públicos los dispositivos y políticas enunciadas en los apartados 2 y 3 de dicho artículo, entre los cuales se encuentran los mecanismos de gestión de volatilidad (Recomendación 6 de IOSCO). Además, se deberán conservar registros completos de los dispositivos y políticas enunciadas en el apartado 3 del artículo 18, que comprende los mecanismos de gestión de volatilidad (Recomendación 4 de IOSCO).

Los centros de negociación deberán también, conforme al Reglamento, mantener registros de las normas y parámetros de los mecanismos de gestión de volatilidad, así como de cualquier modificación de la que sean objeto y del funcionamiento, gestión y mejora de dichos mecanismos. En este sentido, el artículo 19 exige que los centros de negociación garanticen que sus normas respecto a los mecanismos de gestión de volatilidad incluyan procedimientos que permitan gestionar situaciones en las que los parámetros deban ser invalidados manualmente para asegurar una negociación ordenada.

Adicionalmente, ESMA ha elaborado, en virtud del mencionado párrafo 5 del artículo 48 de MiFID II, directrices sobre la calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación que deben ser aplicadas por los centros de negociación que permiten la negociación algorítmica y exigidas por sus autoridades competentes, aspectos mencionados en las Recomendaciones del documento a consulta de IOSCO).

Estas directrices, establecen que los mecanismos de gestión de volatilidad deberán utilizar precios de referencia que reflejen el comportamiento de la volatilidad del instrumento financiero de forma fiable y, si procede, tener la capacidad de referirse a referencias externas. Los centros de negociación deberán calibrar sus mecanismos con arreglo a una metodología predeterminada avalada estadísticamente y teniendo en cuenta, si procede, la siguiente lista no exhaustiva: la naturaleza del instrumento financiero, el perfil de liquidez (liquida, semilíquida, no liquida), el nivel de cotización del instrumento financiero, el perfil de volatilidad, el

desequilibrio de las órdenes, el modelo de funcionamiento y reglas del centro de negociación, referencias externas (correlación contado y futuros, mismo instrumento negociado en varias plataformas, etc.), duración de las interrupciones (aleatoriedad en la duración) e instrumentos de nueva emisión.

Además, en relación con las comunicaciones externas específicas (Recomendación 7 de IOSCO), que los centros de negociación harán públicas de inmediato, prevén la comunicación de la activación de una interrupción a través de los medios habituales para comunicar información pre-negociación y post-negociación, (diferenciando claramente las suspensiones de negociación previstas en los artículos 32 , 52 y 69 , letra m), de la Directiva MiFID II), el tipo de interrupción de la negociación, la fase de la negociación en la que se activó, el alcance y el final de la misma.

Finalmente, respecto a los mercados españoles, cabe mencionar que el modelo de mercado del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) dispone de un capítulo dedicado a las subastas por volatilidad y rangos de precios donde se explica detalladamente el funcionamiento de las subastas de volatilidad del mercado español, tanto por rango estático como por rango dinámico (Recomendación 6 de IOSCO). La Circular 1/2017 y 2/2017 del SIBE, la primera sobre renta variable y la segunda sobre ETFs, prevén el establecimiento de rangos estáticos y dinámicos de cada valor que se negocie en el SIBE. En atención a ello y de manera mensual, la Sociedad de Bolsas mediante una instrucción operativa comunica los rangos estáticos y dinámicos de la contracción general de acciones, de contratación fixing, de los ETFs y de los derechos de suscripción. La Sociedad de Bolsas dispone de una metodología para el cálculo de los rangos estáticos y dinámicos a la cual la CNMV tiene acceso, y cuenta con la capacidad de poder solicitar cualquier información adicional al respecto, así como de los registros que esta mantiene.

**Enlace de interés:**

[Mechanisms used by trading venues to manage extreme volatility and preserve orderly trading. Consultation report.](#)