



# NUEVA REGULACION FINANCIERA

## Prioridades y retos de los mercados de valores

Sesión 3

### **Agencias de Rating y Directiva de Transparencia**

Madrid, 14 y 15 de Octubre 2014



LA NUEVA REGULACIÓN FINANCIERA  
Madrid, 14 octubre 2014

# Agencias de rating

Javier Ruiz del Pozo  
Subdirector Mercados Primarios

# Agencias de rating



- I. Introducción**
- II. Regulación de las agencias**
- III. Iniciativas regulatorias en curso**

# Introducción: definiciones

- I. ¿Qué es una agencia de rating?
- II. ¿Qué es un rating?
- III. ¿Cómo se elabora un rating?

# Introducción: usos de los ratings

**I. Decisiones de inversión**

**II. Cláusulas en contratos privados**

**III. Legislación**

# Introducción: deficiencias

**I. Conflictos de interés**

**II. Calidad de metodologías y ratings**

**III. Transparencia**

## I. Legislación en la UE:

- Reglamento 1060/2009: regulación sustantiva y supervisión nacional
- Reglamento 513/2011: supervisión por ESMA
- Reglamento 462/2013: reforma sustantiva

## II. Reducción excesiva dependencia en los ratings

- I. Conflictos prohibidos
- II. Conflictos no prohibidos: identificación, publicidad y gestión adecuada
- III. Gestión de los conflictos:
  - requisitos organizativos,
  - operativos y
  - reglas para empleados

# Regulación: metodologías I

**I. Independencia**

**II. Publicidad**

**III. Revisión al menos anual**

**IV. Modificaciones**

- I. Rigurosas**
- II. Sistemáticas**
- III. Sujetas a validación**

# Regulación: publicación ratings

- I. Distribución a suscriptores o publicación**
- II. Momento de publicación**
- III. Información a publicar**

# Iniciativas en curso I

- I. Titulizaciones: obligaciones de información periódica**
- II. Facturación de las agencias**
- III. Plataforma europea de ratings**
- IV. Contratación agencias pequeñas**

## IV. Reducción dependencia de las agencias

- En la legislación
- Por las autoridades
- Por las entidades financieras

# Agencias autorizadas en la UE (octubre 2014)

- I. 39 agencias validadas para uso regulatorio (37 registradas y 2 certificadas).
- II. Las 3 grandes agencias globales tienen 16 filiales en Europa y abarcan 87% de cuota de mercado.
- III. 21 agencias pequeñas, por debajo del 3% cuota mercado individualmente.
- IV. Sólo 6 agencias registradas producen ratings soberanos y sólo 6 califican titulizaciones.



# NOVEDADES DE LA DIRECTIVA DE TRANSPARENCIA

**Departamento de Informes Financieros y Corporativos**

**Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo  
sobre la armonización de los requisitos de transparencia  
relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se  
admiten a negociación en un mercado regulado**

1. Directiva de transparencia
2. Motivos de la modificación y aspectos de mejora
3. Principales novedades
4. Regulatory Technical Standards (RTS)
5. Resumen: Comparativa

# 1. Directiva de transparencia

---

- ▶ **Objetivo:** Asegurar a los inversores la apropiada transparencia mediante la divulgación y la difusión al público de información de los emisores relativa a la Información periódica (financiera) e Información continua.
- ▶ **Directiva de mínimos** (los estados miembros pueden ser más exigentes)
- ▶ **Los desarrollos necesarios se realizarán bien mediante “actos delegados” de la Comisión Europea, bien mediante la emisión de estándares técnicos (RTS) por parte de ESMA. Lo anterior implica una modificación de la actual “directiva de nivel 2”.**
- ▶ **Plazo de trasposición:** 2 años a contar desde noviembre 2013. Noviembre 2015

## 2. Motivos de la modificación y aspectos de mejora

---

- ▶ **Mejorar el régimen aplicado a las participaciones significativas de los derechos de voto. Aumentando el nivel de armonización:**
  - ✓ El cálculo del umbral de notificación se aplicaba de forma distinta en los Estados Miembros
  - ✓ Los instrumentos derivados liquidados en efectivo no se notificaban (*ver ejemplo de Familia Agnelli en Fiat: equity swap liquidaba en efectivo y se modificó en entrega física que le permitió mantener el 30% y el de Schaeffer en Continental*)
  
- ▶ **Necesidad de reducir carga administrativa –información financiera trimestral y mayor plazo en semestral–**

## 3. Principales novedades

---

### Información continua

- ▶ **Cálculo del umbral de notificación de participaciones significativas:** Por agregación de acciones (derechos de voto) e instrumentos financieros.
  
- ▶ **Acciones adquiridas al objeto de estabilización:** No se tendrán en cuenta los derechos de voto atribuidos siempre que:
  - ✓ Los derechos de voto no se ejerzan
  - ✓ No se intervenga en la gestión del emisor de las citadas acciones
  
- ▶ **Exención obligatoria de la Cartera de Negociación siempre que :**
  - ✓ Los derechos de voto no supere el 5%
  - ✓ no intervenga en la gestión del emisor

## 3. Principales novedades

---

### Información continua

- ▶ Los Estados Miembros de origen no podrán adoptar normas más estrictas en lo relativo:
  - ✓ Al cálculo de los umbrales de notificación (agregación de derechos de votos e instrumentos financieros)
  - ✓ Exenciones adicionales
  
- ▶ Los Estados Miembros de origen podrán:
  - ✓ Establecer umbrales de notificación adicionales o inferiores dependiendo de la estructura de la propiedad de las sociedades del país
  - ✓ Imponer Obligaciones más estrictas respecto al:
    - Contenido de la notificación
    - Procedimiento y calendario (plazos) de notificación y publicación

## 3. Principales novedades

---

### Información continua (continuación)

► Los instrumentos financieros que se liquidan en efectivo con un efecto económico similar que poseer acciones o que den derecho a adquirirlas pasan a notificarse (*ante el riesgo de que puedan ser utilizados para crear un interés económico en las sociedades*)

✓ Se modifican los requisitos que debe tener un Instrumento Financiero

► La lista de instrumentos financieros sujetos a notificación se amplía (valores negociables, opciones, futuros, swaps, fra's y cfd y cualquier otro contrato o acuerdo con efecto económico similar que pueda ser liquidado por entrega física o por diferencias).

## 3. Principales novedades

---

### Información periódica

- ▶ Se elimina el requisito de publicar declaraciones intermedias de gestión o informes financieros trimestrales.
  - ✓ Los Estados Miembros podrán requerir información financiera adicional (manteniendo los trimestrales), condicionado a que no constituya una carga financiera (en especial para las pymes) y contribuya a las decisiones de inversión
- ▶ El plazo de publicación de los informes financieros semestrales se amplía de dos a tres meses después del término del período que comprende el informe
- ▶ A partir del 1 de enero de 2020, todos los informes financieros anuales se elaborarán en un formato electrónico único para presentar la información, siempre que ESMA haya efectuado un análisis de la relación coste-beneficio.

## 3. Principales novedades

---

### Otras novedades

#### ► Sanciones y medidas administrativas

Para mejorar el cumplimiento normativo: Contempla la posibilidad de imponer sanciones pecuniarias y publicarlas que actúe de forma disuasoria. Se exige que los Estados Miembros adopten un estándar mínimo común que sobre:

- ✓ Tipos de sanciones
- ✓ Importe de las sanciones: Hasta 10 MM de euros; el 5% del volumen anual de negocios; hasta dos veces del importe de las ganancias obtenidas o de las pérdidas evitadas
- ✓ Criterios que debe tener en cuenta la autoridad competente al aplicar las sanciones
- ✓ La publicación de las sanciones
- ✓ Los Estados miembros deben contemplar la suspensión o la posibilidad de suspender el ejercicio de los derechos de voto de los tenedores de participaciones que no hayan sido notificadas y que éstas se apliquen a las infracciones más graves

### 3. Principales novedades

---

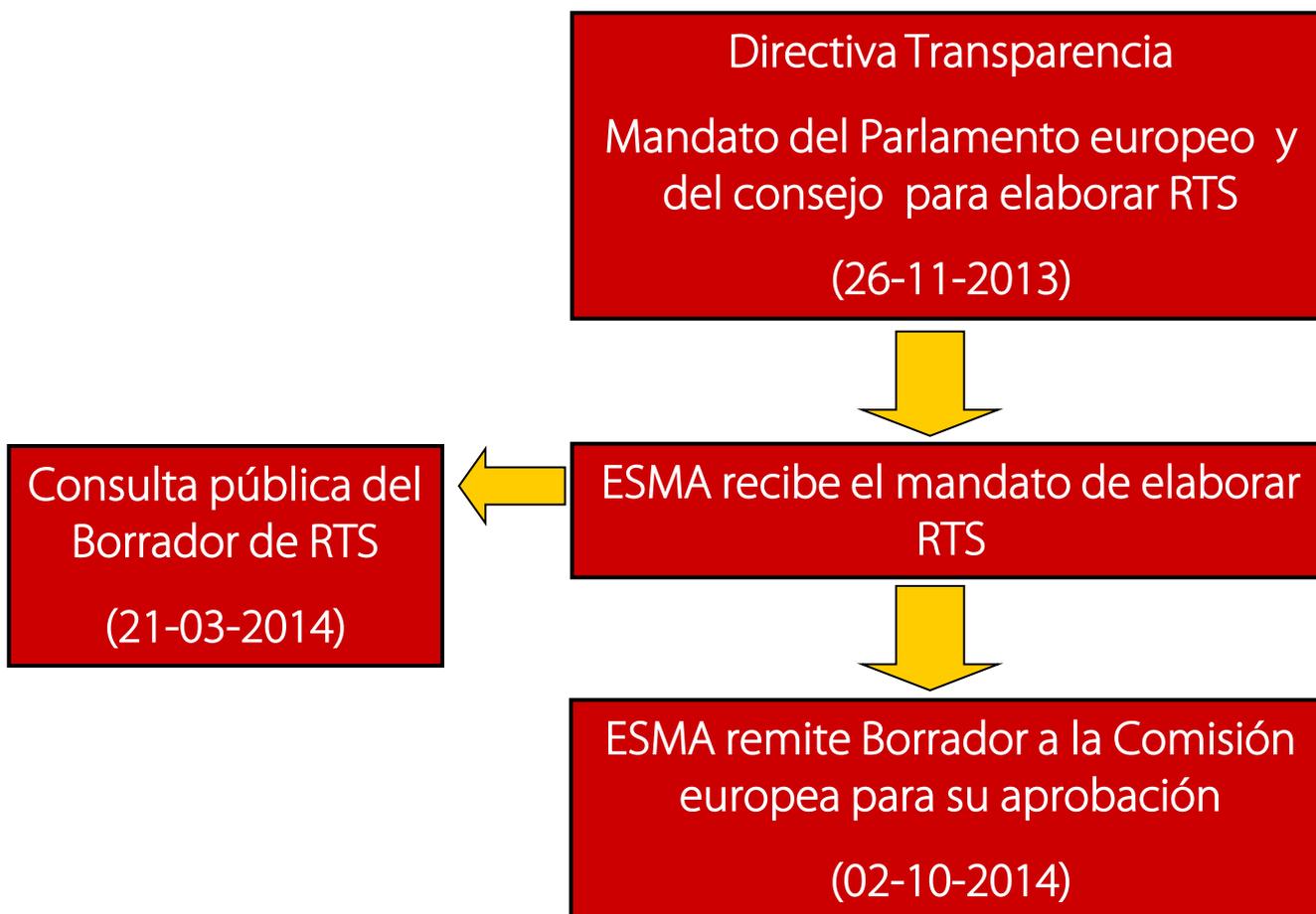
#### Otras novedades (continuación)

- ▶ Elección de Estado Miembro de origen para emisores que no sean acciones <sup>(1)</sup>
  - ✓ Para evitar que alguno de los emisores no haya elegido Estado Miembro de origen, transcurridos tres meses sin haber realizado la elección, se considera que será aquel en el que tenga admitidos a cotización los valores
  - ✓ Si tiene valores en más de un país, todos ellos se considerarán Estados Miembros de origen hasta que el emisor elija uno y lo divulgue
- ▶ Divulgar los pagos a las administraciones públicas en los países en los que realizan actividades en industrias extractivas o de explotación del bosque primario
- ▶ Se delegan poderes en la Comisión para adoptar unas normas mínimas para la difusión de la información regulada, el acceso de dicha información a nivel de la Unión y los mecanismos destinados a su almacenamiento central

(1) Para emisores de acciones y de deuda cuyo valor unitario es inferior a 1.000 euros el Estado Miembro de origen donde esté domiciliado el emisor

## 4. Regulatory Technical Standards (RTS):

---



# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

**ESMA recibió el mandato de elaborar regulatory technical standards sobre cuatro aspectos de la información continua <sup>(1)</sup>**

Objetivos de los RTS: la creación de un régimen armonizado en cuanto a:

- ✓ la agregación de la posesión de acciones e instrumentos financieros
- ✓ el cálculo de los umbrales de notificación
- ✓ las exenciones de los requisitos de notificación

➡ Se creó un grupo de trabajo (CNMV participó)

➡ El borrador del documento se puso a consulta pública

(1) El 2 de octubre ESMA presentó los RTS a la Comisión Europea para su aprobación. El Parlamento Europeo y el Consejo podrán, en un plazo determinado de tiempo, oponerse a cualquier RTS adoptado por la Comisión. Si, una vez expirado el período de oposición, ni el Parlamento Europeo ni el Consejo han formulado objeciones a los RTS, se publicará en el Diario Oficial de la Unión Europea y entrarán en vigor en la fecha prevista.

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

## El Mandato de desarrollo de RTS a ESMA afectaba:

- Método de cálculo del umbral del 5% para la exención relacionada con la cartera de negociación y con los creadores de mercado.
- Método de cálculo del número de derechos de voto en casos de instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o un índice.
- Método de determinación de la delta con el objeto de calcular los derechos de voto relacionados con los instrumentos financieros que se liquiden exclusivamente en efectivo.
- Transacciones de client-serving.
- Lista indicativa de instrumentos financieros sujetos a notificación (no es RTS)

# Directiva de transparencia: principales novedades

## RTS

## Contenido

Método de cálculo del umbral del 5% para la exención relacionada con la cartera de negociación y con los creadores de mercado

- Agregación horizontal: Agregarse todas las posiciones
- Agregación vertical: Para calcular el umbral de exención a nivel de grupo, la dominante deberá agregar a su participación, las que posean sus sociedades controladas

Método de cálculo del número de derechos de voto en casos de instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o un índice

- Solo se tendrán en cuenta los instrumentos financieros siempre que:
  - ✓ representa el 1% o más de los derechos de voto del emisor, o
  - ✓ representa el 20% o más del valor de las acciones de la cesta o índice, o ambos.

Método de determinación de la delta con el objeto de calcular los derechos de voto relacionados con los instrumentos financieros que se liquiden exclusivamente en efectivo

- Método de cálculo basado en principios
  - ✓ ampliamente utilizado en la industria financiera
  - ✓ tenga en cuenta parámetros (el tipo de interés; el pago de dividendos; fecha de vencimiento; la volatilidad; el precio del subyacente)

Transacciones de client-serving:

- Ejecutar órdenes recibidas de clientes
- Responder a solicitudes de clientes para negociar en condiciones que no sean por cuenta propia
- Cobertura de posiciones resultantes de las mencionadas operaciones

- la exención de cartera de negociación también aplicará a los instrumentos financieros que se posean dentro de las actividades de client-serving

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

## Método de cálculo del umbral del 5% para la exención relacionada con la cartera de negociación y con los creadores de mercado

- **Agregación horizontal**: Agregarse todas las posiciones: tanto de derechos de voto e de instrumentos financieros (en línea con la modificación introducida que establece que para calcular el umbral de notificación deben agregarse todas las posiciones)
- **Agregación vertical**: Para calcular el umbral de exención a nivel de grupo, la dominante deberá agregar a su participación, las que posean sus sociedades controladas, no existiendo ninguna exención a la no agregación, salvo las ya recogidas en la Directiva

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

## Método de cálculo del número de derechos de voto en casos de instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o un índice

Al objeto de reducir el número de notificaciones de escasa importancia para el mercado, se ha acordado que los valores que forman parte de una cesta o índice solo se tendrán en cuenta para el cálculo del número de derechos de voto atribuidos a estos instrumentos financieros en la medida en la que el valor cumpla alguna de las siguientes condiciones:

- ✓ representa el 1% o más de los derechos de voto del emisor, o
- ✓ representa el 20% o más del valor de las acciones de la cesta o índice, o ambos.

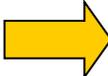
Si un instrumento financiero está referenciado a varias cestas de acciones o índices, no debe tenerse en cuenta si individualmente está por debajo los citados umbrales, aunque de forma conjunta los superase.

Replicar un índice es hacerse con los mismos valores que lo componen. La ponderación de cada uno de los valores en el índice determina la proporción a adquirir de cada uno de ellos.

## 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

Método de determinación de la delta con el objeto de calcular los derechos de voto relacionados con los instrumentos financieros que se liquiden en efectivo

Dificultad de prescribir una única fórmula  método de cálculo basado en principios

- ✓ ampliamente utilizado en la industria financiera
- ✓ tenga en cuenta parámetros como:
  - ✗ el tipo de interés
  - ✗ el pago de dividendos
  - ✗ fecha de vencimiento
  - ✗ la volatilidad
  - ✗ el precio del subyacente

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

**Método de determinación de la delta con el objeto de calcular los derechos de voto relacionados con los instrumentos financieros que se liquiden en efectivo (continuación)**

- ✓ Los programas informáticos utilizados para el cálculo de la delta deben ser precisos, consistentes y permitir el cálculo diario de los derechos de voto, que tendrá en cuenta el último precio de cierre de la acción de referencia.
- ✓ Aquellas personas físicas o jurídicas que no estén acostumbradas a estos métodos de cálculo, deberán buscar asesoramiento al objeto de poder remitir, en su caso, la notificación.

Por tanto, se permite utilizar la delta calculada por las Bolsas de valores u otros proveedores de información.

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

## Transacciones de client-serving

ESMA debe especificar los casos en los que las exenciones existentes en la DT aplican a las operaciones de client-serving, que se identifican a continuación:

- ✘ Ejecutar órdenes recibidas de clientes
- ✘ Responder a solicitudes de clientes para negociar en condiciones que no sean por cuenta propia.
- ✘ Cobertura de posiciones resultantes de las mencionadas operaciones.

Se analizó cada una de las actividades de client-serving con las distintas exenciones – custodios, acciones a los efectos de compensación y liquidación, trading book, market makers – sólo las pueden desarrollar las entidades que realicen trading book



la exención de cartera de negociación también aplicará a los instrumentos financieros que se posean dentro de las actividades de client-serving

## 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

### Lista indicativa de instrumentos financieros sujetos a notificación (no es RTS)

- ✓ No tiene carácter vinculante para los Estados Miembros
- ✓ La actualización de la lista, se propone un diálogo regular entre las autoridades competentes y ESMA.
- ✓ En todo caso debe ser considerada como una guía, y se publicará en la página web de ESMA

# 4. Regulatory Technical Standards (RTS)

---

Lista indicativa de instrumentos financieros sujetos a notificación (no es RTS)

- *bonos convertibles y canjeables de forma irrevocable, sobre acciones ya emitidas*
- *instrumentos financieros referidos a una cesta de acciones o un índice y que cumplen los criterios de los umbrales del 1% y 20% establecidos en el RTS correspondiente;*
- *warrants;*
- *repurchase agreements (acuerdos de recompra);*
- *rights to recall lent shares (derechos a recuperar las acciones prestadas)*
- *contractual buying pre-emption rights (derechos de adquisición preferente);*
- *other conditional contracts or agreements than options and futures (otros contratos o acuerdos diferentes de las opciones y futuros);*
- *hybrid financial instruments (instrumentos financieros híbridos);*
- *combinations of financial instruments (combinaciones de instrumentos financieros);*
- *acuerdos de accionistas que tengan instrumentos financieros del artículo 13 (1) (a) y (b) como subyacente*

# 5. Resumen: Comparativa

