

## **La SEC vuelve a retrasar, por segunda vez, la implementación de las normas de transparencia en el *short selling*.**

La Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC) ha vuelto a retrasar el plazo para que los fondos de cobertura (Hedge Funds) y Market Makers cumplan con las esperadas normas de divulgación sobre ventas en corto y préstamos de acciones. No sé ustedes, pero... lo veía venir.

Les recuerdo que, con el propósito de limitar prácticas potencialmente manipulativas, la SEC aprobó ya en 2023 dos normas clave de transparencia: la Rule 13f-2 y la Rule 10c-1.

La primera introducía un formulario obligatorio —Form SHO— que debían presentar todos los *short sellers* para **reportar sus posiciones cortas** significativas (aquellas que superen los 10 millones de dólares o el 2,5 % del capital en circulación). Hasta ese momento, y aún a día de hoy, son los custodios quienes remiten esa información; con la nueva norma, serían los propios *short sellers* quienes deban hacerlo, agilizando el flujo de datos. Por un momento pensé que, al verse obligados a declarar y hacer públicas sus posiciones, moderarían su agresividad y “liberarían” a algunos valores —sobre todo small y mid caps— atrapados en bucles interminables de alzas y bajas. Me equivoqué. A día de hoy, eso aún no ha entrado en vigor.

La segunda norma, la Rule 10c-1, exigía comunicar todas las operaciones de **préstamo de valores** realizadas por cualquier institución. En conjunto, ambas reglas ofrecerían a la SEC una visión mucho más completa del mercado y permitirían detectar posibles abusos en el *naked short selling* (ventas desnudas en corto, sin haber sido tomadas en préstamo). Sin duda, un avance saludable.

### **Incluso en las mejores historias hay un “pero”.**

En 2024, la SEC decidió aplazar la entrada en vigor de ambas normas (que debían entrar en vigor en 2026). Con el retraso, el primer envío de información por parte de los vendedores en corto (13f-2) se pospuso inicialmente hasta febrero de 2026, y el correspondiente a los préstamos de valores (10c-1), hasta septiembre de 2026.

Y por si la comedia necesitaba un nuevo acto, ayer, el organismo regulador anunció una nueva prórroga: los hedge funds y market makers —los únicos autorizados a realizar ventas desnudas en corto— **dispondrán hasta el 2 de enero de 2028 para cumplir con la Rule 13f-2 y hasta el 28 de septiembre de 2028 para hacerlo con la Rule 10c-1**. “La Comisión considera que estas exenciones temporales son necesarias en interés del público y coherentes con la protección de los inversores”.

¿Qué puedo decirles? Churchill solía decir que cuando el Gobierno promete actuar ‘por el bien del público’, conviene mirar dónde ha guardado la cartera.

Las ventas en corto son una práctica habitual en Wall Street desde hace décadas, pero el debate público sobre el *short selling* se ha intensificado especialmente en los últimos años tras los numerosos casos de manipulación probados en los tribunales, y por el auge de los FTDs (fail-to-deliver): acciones vendidas en corto que no pudieron entregarse porque el vendedor en corto ni siquiera las había tomado prestadas. Un verdadero escándalo.

### **Y eso nos deja... ¿exactamente dónde?**

Por el momento, con una regulación de transparencia definida en 2023, aún sin aplicación práctica, y que vuelve a retrasarse hasta finales de 2028.

Algunos, los más curiosos, me preguntan sobre los pormenores de este asunto. Por supuesto, los tengo y los comparto con ustedes complacido: dos asociaciones del sector financiero, la Managed Funds Association (MFA) y la Alternative Investment Management Association (AIMA), vienen recurriendo desde 2023 las normas de transparencia ante los tribunales alegando que eran inconsistentes y excedían la autoridad de la SEC. Igual que en 2024, ahora, un panel de tres jueces del Tribunal de Apelaciones del Quinto Circuito dictaminó que la agencia no había evaluado adecuadamente el impacto económico de las normas y le ha ordenado (una vez más) reconsiderarlas. De facto, supone un nuevo retraso de la entrada en vigor.

Pero... ¿quiénes están detrás de esas asociaciones? La MFA tiene una junta directiva integrada por ejecutivos de grandes gestoras como Anchorage Capital Group, Millennium Management, Apollo Global Management y, por supuesto, **Citadel**. Dos pequeños apuntes de interés: 1) Citadel figura en los registros públicos de la SEC y de la FCA (Reino Unido) como uno de los *filers* que regularmente reportan posiciones cortas superiores al umbral reglamentario. 2) Además de ser un hedge fund multiestrategia, Citadel Securities actúa como market maker independiente, autorizado a realizar ventas desnudas en corto. Estas ventas, al no estar limitadas por el número de acciones disponibles en préstamo, pueden ser virtualmente ilimitadas, ejerciendo una presión bajista extraordinaria sobre determinados valores o sectores. No me extraña que, en su condición de Market Maker, Citadel maneja más del 25 % del volumen de acciones minoristas en EE. UU., según datos de la SEC y del Financial Times. Citadel utiliza algoritmos de negociación y modelos de pricing a gran escala en su actividad. Algunos prefieren llamarlos “técnicas de manipulación”.

## ¿Y nadie dice nada?

A parte de quien les escribe, sólo la comisionada Caroline Crenshaw, única demócrata del organismo (SEC), emitió un comunicado expresando su preocupación por el nuevo aplazamiento, calificándolo como una “derogación por extensión”. ¿Qué nos está diciendo Crenshaw con esto? Quiso decir que la decisión de la SEC —avalada por el tribunal— no constituye una derogación (o retraso temporal formal), sino a una estrategia de efecto práctico equivalente a derogar una norma indefinidamente mediante la táctica de retrasar su entrada en vigor una y otra vez, cediendo a presiones del lobby de hedge funds y asociaciones de inversión alternativa.

Efectivamente. Lo que veo es una técnica por la que este lobby, el tribunal, y la SEC, están desactivando de facto una norma sin derogarla formalmente, utilizando la herramienta del aplazamiento sucesivo como sustituto de la anulación directa. Una técnica legal de desactivación.

No soy jurista, pero cabe preguntarse si esta práctica no vulnera el principio de legalidad. Lo que sí parece claro es que, con cada aplazamiento, las instituciones pierden credibilidad ante el inversor minorista (principal víctima del short selling).

## El mercado seguirá sonando, pero conviene bailarlo con un guía al lado

En la magnífica película Margin Call (2011), ambientada en la gran crisis financiera de 2008 —una etapa marcada por abusos sistémicos y prácticas desmedidas de los principales agentes del mercado—, Jeremy Irons interpreta al CEO de un gran banco de inversión. En una reunión de madrugada, en vísperas del desastre, pronuncia una frase que condensa toda la filosofía del sistema: “There are three ways to make a living in this business: be first, be smarter, or cheat. Now, I don’t hear a lot of music anymore.”

Esa última línea se convirtió en símbolo del cinismo financiero. Significa, en esencia, que se puede hacer trampa mientras la música siga sonando. Y durante años, la música sonó.

No en vano, algunos traders, ya retirados, han abierto el libro de sus secretos más oscuros y confesado sin pudor que “*Wall Street roba al Main Street*”. Los mismos traders que trabajaron en los mismos hedge funds y market makers que hoy explotan el mercado mediante técnicas de short selling, convencidos de que mientras el sistema siga funcionando, la fiesta continuará, porque todos bailan mientras haya música. Y tienen razón. Tal como nos recordaba Jeremy Irons en aquella escena sublime: “*People want to live in a dream. That’s all.*”

Añadiría: sí, ... hasta que la gente despierta. Hasta que el inversor comprende cómo estos agentes pretenden llevarse sus acciones a precio de saldo. Hasta que le han robado atractivo al mercado. Hasta que los minoristas deciden dejar de participar e, inevitablemente, la música se detiene.

Cordiales saludos,

Alex Fusté