



Consulta Pública de ESMA sobre la revisión de la MiFIDII y MiFIR relativa a la negociación algorítmica. Boletín Internacional de marzo de 2021.

El artículo 90 de la MiFIDII establece que la Comisión Europea (CE) debe presentar un informe al Parlamento y Consejo Europeo sobre un conjunto de áreas que se regulan en esta Directiva antes del 3 de marzo de 2020. En este caso, ESMA somete a consulta pública 54 cuestiones sobre el impacto de los requerimientos relativos a la negociación algorítmica, incluida la negociación algorítmica de alta frecuencia (art. 90.1.c). Tanto los efectos del Covid-19, como el Brexit, han alterado las prioridades de la CE y de ESMA, retrasando la entrega del informe de ESMA a la CE en esta materia. No obstante, ESMA ya ha remitido a la CE diversos informes finales sobre otros apartados del artículo 90.1 que han sido objeto de distintas reseñas en este Boletín Internacional.

En la presente consulta, ESMA adopta un enfoque holístico de la negociación algorítmica e incorpora otros aspectos relacionados con este fenómeno, como es el acceso electrónico directo al mercado, los tamaños mínimos de variación de los precios, los acuerdos de creación de mercado, las restricciones a la velocidad de la negociación (en inglés *speedbumps*) o las asimetrías en el acceso a las redes de comunicación de las órdenes y las ejecuciones, tanto privadas como públicas. El grueso de la consulta plantea si la regulación sobre negociación algorítmica debe extenderse a otros tipos de algoritmos, más allá de los que se aplican exclusivamente para la ejecución de órdenes, y si los clientes de la Unión Europea (UE) de un proveedor de acceso directo al mercado deben revestir la condición de empresa de servicios de inversión cuando operan solo por cuenta propia y no tienen la condición de negociador de alta frecuencia. En la actualidad este requisito no se aplica a los clientes de proveedores de acceso electrónico directo al mercado cuando estos clientes están localizados en terceros países.

Para llevar a cabo esta consulta pública ESMA ha solicitado información previa a sus miembros y a las plataformas de negociación europeas sobre distintos aspectos con objeto de tener un primer marco de referencia a fin de poner el foco de la consulta pública en las áreas de mejora detectadas por los participantes de los mercados en el ámbito de la negociación algorítmica. Uno de los datos más llamativos que ofrece la consulta es que en 2019 la CNMV fue la segunda autoridad nacional competente de la UE con mayor número de miembros de los mercados que realizan negociación electrónica (31 miembros) y la tercera jurisdicción donde más negociadores de alta frecuencia ejercen esta actividad (74 entidades). Hay que tener en cuenta que el Reino Unido ya no participa en las estadísticas sobre la UE.

La consulta pública ha estado abierta hasta el 12 de marzo de 2021 con el fin de que ESMA entregue a la CE un informe final en julio de 2021.

Continuando con el marco numérico que incluye ESMA en su consulta pública, la CNMV supervisa a 20 entidades que ofrecen acceso electrónico directo a los mercados (en adelante DEA por sus siglas en inglés - Direct Electronic Acces-), siendo 35 el número de miembros que ofrecen esta posibilidad a sus clientes en centros de negociación supervisados por la CNMV y siendo la segunda autoridad nacional de la UE con mayor número de proveedores de acceso directo electrónico a los mercados. ESMA no informa del nivel de actividad

de negociación algorítmica por jurisdicciones y recuerda que este concepto solo se aplica a los instrumentos líquidos. ESMA ofrece una desagregación de la negociación algorítmica diferenciando entre órdenes y transacciones y entre instrumentos (renta variable, renta fija y derivados contratados en la UE).

En concreto, en el periodo 2018-2019, las órdenes originadas por la negociación de alta frecuencia representaron entre el 50% y el 70% del volumen total de las órdenes en renta variable. En cuanto a las transacciones, aproximadamente el 80% tuvieron su origen en la negociación algorítmica, de las cuales un 60% provenían de la negociación de alta frecuencia y un 20% de la negociación ejecutada a través de otro tipo de algoritmo distinto a los algoritmos de negociación de alta frecuencia. El restante 20% tuvo su origen en otro tipo de negociación. En cuanto a la renta fija, y solo en los instrumentos líquidos, el 80% de las transacciones fueron ejecutadas a través de la negociación de alta frecuencia (hay que tener en cuenta que aproximadamente solo un 5% de los instrumentos de renta fija tienen la condición de líquidos). En el caso de los derivados, la negociación de alta frecuencia solo representa el 30% del volumen negociado, aunque en términos de órdenes, la mayoría de estas son introducidas por los negociadores de alta frecuencia.

Ámbito de la regulación sobre negociación de alta frecuencia (negociación OTC, internalizadores sistemáticos y acceso electrónico directo al mercado)

La importancia de la negociación algorítmica de alta frecuencia (en adelante HFT, por sus siglas en inglés) tanto en los mercados de instrumentos derivados como en los mercados de renta fija permite a ESMA iniciar la consulta solicitando una valoración del marco de los HFT y DEA y si la regulación debe también abarcar al mundo OTC (especialmente en renta fija y en derivados) incluyendo la actividad de HFT en los internalizadores sistemáticos (en adelante SIs, por sus siglas en inglés). ESMA sugiere que la aplicación de algunos de los requisitos regulatorios de los HFTs a los SIs ayudaría a evitar que interrupciones en las cotizaciones mostradas por los SIs no son una fuente de riesgo para el SI en sí mismo o de confusión, ruptura o reacciones en cadena en los demás centros de negociación. En concreto, ESMA propone que los SIs estén sujetos a requisitos de gobernanza de los sistemas de negociación y de la negociación algorítmica, controles sobre la ejecución de los algoritmos, la función de interrupción instantánea de la actuación de los HFT a través del SI y otros controles de riesgos.

Uno de los apartados más significativos de esta consulta pública, como ya ha sido mencionado en la introducción, es la cuestión sobre si se debe modificar la MiFIDII para exceptuar de la obligación de adquirir la licencia de empresas de servicios de inversión (ESI) a aquellos clientes de un proveedor de DEA, (tanto los clientes directos como los indirectos -participantes que acceden al mercado a través de un cliente directo de un proveedor de DEA-), si solo operan por cuenta propia (esta excepción no sería aplicable si el cliente directo o indirecto es un HFT). De esta forma se evitaría un desequilibrio entre clientes de la UE y de otros países terceros, dado que sería difícil asegurar que estos últimos revisten la condición de empresa de servicios de inversión en sus jurisdicciones de origen. Además, la norma actual exige a los clientes directos de un DEA que re-ofrecen esos servicios a sus propios clientes, unos controles que son equivalentes a los exigidos en caso de ser una empresa de servicios de inversión.

Otro asunto sobre el que ESMA solicita la opinión de los participantes de los mercados es si debería imponerse algún tipo de regulación a otros tipos de algoritmos que no incluyen la parte de HFT en la medida en que también puedan ser causa de ruptura del mercado y generadores de situaciones anómalas en la formación de los precios.

A continuación, la consulta pública aborda posibles modificaciones aplicables a los HFT que afectarían a los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y de los centros de negociación, así como a algunos aspectos más específicos como los saltos en la variación de los precios en los mercados, la reducción de la velocidad de la negociación, la creación de mercados y la distribución de información de órdenes y transacciones a través de canales públicos o privados.

Nuevos requisitos organizativos para las empresas de servicios de inversión (ESI) respecto a su actividad HFT

En este apartado ESMA analiza los requisitos estipulados en el artículo 17 de la MiFIDII y en el Acto delegado que lo desarrolla (Reglamento Delegado (UE) 2017/589 de la Comisión de 19 de julio de 2016; también conocido como RTS 6). A raíz de las respuestas de las autoridades nacionales competentes (en adelante ANC), ESMA propone una armonización, a través de un formulario, de la notificación del uso de algoritmos, incluyendo el contenido del formulario así como del momento y frecuencia de su remisión. Este formulario incluiría información sobre el control del cumplimiento por los algoritmos comunicados de la normativa, especialmente sobre la existencia de sistemas efectivos de control de riesgos. Todos estos requisitos tienen como objetivo el asegurar el correcto funcionamiento de los mercados y el cumplimiento de la normativa sobre abuso de mercado. ESMA ha detectado que las ANC podrían mejorar en el intercambio de información respecto a los miembros de los mercados que usan estrategias de HFT usando también un formulario al respecto.

Otro asunto derivado del análisis del RTS 6 sobre el que ESMA solicita la opinión de los participantes de los mercados es si debería establecerse algún tipo de regulación a otros tipos de algoritmos que no incluyen la parte de HFT, en la medida en que también pueden ser causa de ruptura del mercado y generador de situaciones anómalas en la formación de los precios. El RTS 6 también desarrolla la obligación de las ESI de realizar pruebas sobre el funcionamiento del algoritmo antes de usarlo en el mercado para evitar generar condiciones que puedan dar lugar a negociación desordenada. En este sentido, ESMA pregunta por la experiencia en este ámbito: si se debe mejorar la definición de negociación desordenada así como si desde ESMA se deberían promover directrices adicionales sobre la calibración y pruebas del algoritmo y en particular la realización de pruebas en escenarios que incorporen situaciones de estrés y de negociación desordenada. El artículo 9 del RTS establece que las ESI deben llevar a cabo un auto análisis de la aplicación del artículo 17 de la MiFIDII a los algoritmos utilizados. ESMA se ofrece a elaborar un formulario al respecto que incluya los aspectos más específicos sobre las pruebas a efectuar y sobre su envío a las ANC.

Requisitos organizativos para los centros de negociación

Los centros de negociación, de acuerdo con el artículo 48 de la MiFIDII y el RTS 7, deben contar con requisitos organizativos que aseguren que la negociación algorítmica no genere desórdenes en los mercados o supuestos de abuso de mercado. Para ello, se exige que los centros de negociación realicen una autoevaluación anual sobre la capacidad y resistencia de sus sistemas informáticos, que debería incluir un correcto *due-dilligence* sobre los sistemas y controles del centro de negociación. Para facilitar y armonizar estas autoevaluaciones ESMA se ofrece a procurar un formulario que debería ser remitido a las ANC con una frecuencia bianual.

Puede haber zonas en las que se superpongan las obligaciones de las ESI y de los centros de negociación respecto a la integridad del mercado relacionada con la negociación de alta frecuencia por lo que ESMA sugiere emitir directrices para aclarar estos aspectos, siempre que en opinión de los participantes en los mercados fuera necesario así como proveer, en su caso, escenarios más sólidos para llevar a cabo las pruebas de funcionamiento de un algoritmo.

Uno de los instrumentos que los centros de negociación deben aplicar para facilitar una negociación ordenada es el de paralizar la negociación en un valor durante un periodo de tiempo (subastas de volatilidad en el mercado español de renta variable -*circuit breakers* en su denominación genérica en inglés-). Aunque los eventos de marzo de 2020 han mostrado que estos sistemas son adecuados y la regulación y las directrices de ESMA al respecto parecen suficientes, ESMA consulta a los participantes de los mercados sobre si es necesario realizar alguna mejora en estos sistemas.

Otros requisitos

En esta sección ESMA trata diversos aspectos relacionados con la negociación de alta frecuencia. En primer

lugar analiza las tasas cargadas por las plataformas de negociación a los negociadores de alta frecuencia así como si ofrecen un modelo de colocación (cercanía al ordenador central) de los sistemas informáticos de esos negociadores en igualdad de condiciones. En su análisis ESMA considera que hay un trato equitativo y no discriminatorio pero solicita confirmación por los participantes sobre esos extremos.

En segundo lugar ESMA analiza la resistencia de los sistemas informáticos del centro de negociación. La negociación de alta frecuencia incluye la remisión al mercado de un número muy significativo de órdenes que terminan sin ser ejecutadas. Ese elevado número de órdenes pueden ralentizar el sistema informático del centro de negociación. Para evitar este posible problema el artículo 48.6 de la MIFIDII exige a los centros de negociación que limiten el ratio de órdenes no ejecutadas por transacción ejecutada. ESMA, después de consultar con la industria, somete a consulta si puede armonizarse este ratio estableciendo un máximo diferente para cada clase de activo; además ESMA recaba la opinión de los participantes en los mercados sobre si los límites actuales han sido excedidos y si ello hubiera generado alguna consecuencia.

Además de la ralentización de los sistemas informáticos, estos pueden sufrir otros problemas que en caso de incidir en la negociación deben ser informados a la ANC que, a su vez, deberá trasladarlos a ESMA. En este ámbito, ESMA está interesada en conocer si se debería mejorar el sistema de comunicación de incidencias informáticas así como si se debería informar al público y, en el caso de que hubiera una caída prolongada del sistema informático de negociación, si los negociadores algorítmicos podrían usar otros centros de negociación.

Variación mínima del precio de una acción (*tick size* en inglés), actividad de creación de mercado, asimetrías en ralentización de la negociación y tarifas de negociación

Los negociadores algorítmicos suelen basar su modelo de negocio en obtener un beneficio de muy poca cantidad entre cada transacción efectuada, por lo que cuanto más pequeña sea la variación del precio de una acción más posibilidades tienen de obtener una rentabilidad positiva. La variación mínima de precios es una característica muy relevante para fomentar la liquidez en el mercado y puede afectar a los comisiones a pagar al centro de negociación. Para evitar una competencia entre los centros de negociación, ESMA ha publicado las variaciones mínimas de precios según rango de precio de la acción. Aunque el análisis del impacto de esta armonización parece positivo, ESMA pregunta si este análisis es compartido o si hay algún aspecto que mejorar como, por ejemplo, en acciones de terceros países (que pueden tener un sistema de variación de precios diferente en sus mercados de origen), en los fondos de Inversión negociados en los mercados (ETF en sus siglas en inglés) o si se debe implementar un modelo de variación mínima de precios armonizado en instrumentos distintos a las acciones (especialmente para los bonos).

Creadores de mercado

La creación de mercado está también muy relacionada con la negociación algorítmica ya que muchos creadores de mercado usan algoritmos para gestionar esta actividad. La MiFIDII en su artículo 17 obliga a las ESI que, aun sin ser creadores de mercado de forma voluntaria, operan a través de algoritmos de manera similar a un creador de mercado a solicitar al centro de negociación la condición de creador de mercado. ESMA estableció en el Reglamento Delegado 2017/578 de 13 de junio 2016 amparado en el artículo 48.12.f de la MiFIDII (en adelante RTS 8) los ratios de actividad a partir de los cuales una firma de inversión debe solicitar al centro de negociación la condición de creador de mercado (p.e. cuando una ESI durante al menos la mitad de los días de negociación en un mes introduce en un centro de negociación simultáneamente órdenes de compra y de venta de tamaño similar y a precios competitivos por al menos el 50% del horario del mercado). El contrato de creación de mercado incluirá obligaciones relativas a la remisión de órdenes durante al menos el 50% del horario del mercado excluyendo la apertura y el cierre.

El centro de negociación puede ofrecer al creador de mercado incentivos en algunos instrumentos que tengan negociación continua y puede diferenciar esquemas en condiciones ordinarias y extraordinarias de la negociación. ESMA, a través de preguntas y respuestas, ha concretado que pueden proveerse sistemas de

incentivos monetarios y no monetarios siempre que se provea de liquidez de forma regular y predecible, en particular cuando el mercado es más volátil. Los incentivos más habituales son la devolución de comisiones. Muy pocos mercados ofrecen incentivos especiales en caso de situaciones de estrés (habitualmente una devolución mayor de comisiones). El artículo 5 del RTS 8 especifica que los centros de negociación están obligados a disponer de planes de creación de mercados en caso de acciones o fondos que sean líquidos o un derivado sobre esos instrumentos o sobre índices de acciones liquidas. A este tipo participante se les denomina creador de mercado tipo RTS 8 para distinguirlos de los que voluntariamente solicitan la condición de creador de mercado.

ESMA ha reunido datos de la actividad de los creadores de mercado por tipo de activo, encontrando que lo negociado por estos en los mercados de acciones representan menos del 5% del volumen total o que representan un poco más del 15% y 25% de lo negociado en los mercados de bonos o de derivados sobre acciones respectivamente. Los creadores de mercado tipo RTS 8 son los más habituales en los mercados regulados ya que en estos mercados hay habitualmente una negociación de manera continua a diferencia de la negociación en sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de negociación. De la información obtenida por ESMA se observa que durante la crisis de marzo 2020 los creadores de mercado modificaron su comportamiento de forma similar a otros participantes (remisión de órdenes con una mayor diferencia entre el precio de compra y el de venta al habitual, órdenes con menor volumen y menor presencia en el mercado). ESMA concluye, y solicita a los participantes de los mercados que lo corroboren, que la regulación sobre los creadores de mercado es efectiva en condiciones normales pero no en situaciones excepcionales. Para mejorar esta regulación ESMA solicita la opinión de los participantes sobre si los incentivos monetarios solo se deben aplicar a mercados de negociación continua basada en un libro de órdenes, o a todo tipo de instrumentos y sistemas de negociación, o que se restrinja para los mejores proveedores de liquidez en instrumentos ilíquidos y en mercados para PYMES. Además, ESMA solicita comentarios a si se debería concretar conceptos del RTS 8 como precio competitivo, situaciones de condiciones de mercado estresado o armonizar los diseños de incentivos.

ESMA también ha encontrado una problemática especial en el mercado de deuda publica en donde puede haber una contradicción entre las exigencias del RTS 8 y los acuerdos entre los intermediarios principales (Primary Dealers) y los Departamentos de Gestión de la Deuda Pública (DMO por sus siglas en inglés; habitualmente los Tesoros públicos). ESMA ha observado que los requisitos del RTS 8 son superiores a las demandas de los DMOs. ESMA solicita mayor información sobre ese tipo de acuerdos, si deberían estar exceptuados del perímetro del RTS 8 y, si fuera así, si ello podría dar lugar a deficiencias.

Medidas de ralentización (*speedbumps*)

ESMA también se interesa por las medidas de ralentización (*speedbumps* en su terminología en inglés), que algunos centros de negociación están incluyendo en sus sistemas informáticos de negociación. Estas medidas que retrasan la entrada de órdenes en el mercado por un breve periodo de tiempo (p.e. tres micros segundos) pueden afectar a toda clase de órdenes o restringirse a unos tipos específicos de órdenes (habitualmente órdenes agresivas, es decir que se ejecutan automáticamente al precio del lado contrario del mercado) siempre que fueran remitidas por algún tipo particular de miembros (habitualmente negociadores de alta frecuencia). Este último modelo de ralentización es asimétrico ya que solo afecta a un conjunto de miembros y/u órdenes mientras que las primeras, al aplicarse a todos los miembros y tipo de órdenes, son llamados simétricos.

ESMA considera que las medidas de ralentización asimétrica que solo afectan a las órdenes agresivas pero no a las cancelaciones o modificaciones podría poner en duda el cumplimiento de varios principios incluidos en los artículos 17, 47 y 48 de la MiFIDII: continuidad en la provisión de liquidez, que la liquidez sea predecible y que la negociación sea ordenada. Sin embargo, puede cumplir con los otros dos principios que inspiran estos tres artículos: no discriminación y negociación justa, siempre que exista transparencia y que permita a los participantes que no cuenten con las capacidades tecnológicas de los negociadores de alta frecuencia que sus

órdenes competitivas formen parte de las mejores órdenes de compra o venta del mercado.

ESMA incluye en esta sección una descripción de los modelos de ralentización de órdenes imperantes en los centros de negociación de Estados Unidos, Reino Unido y Europa. En Europa hay un modelo que solo afecta a las órdenes agresivas y también existen modelos que, similares a los de ralentización de órdenes facilitan, por ejemplo, que los creadores de mercado introduzcan órdenes pasivas (órdenes de compra o venta a un precio limitado) que pueden ser ejecutadas solo contra órdenes de inversores minoristas. Este tipo de modelo ofrece protección a los creadores de mercado que remiten las órdenes pasivas respecto de las órdenes agresivas. ESMA considera que sería necesario obtener datos sobre el impacto de estos modelos en la calidad del mercado (por ejemplo, si los “volúmenes protegidos” -aquellas órdenes que no van a ser ejecutadas pero son visibles para los participantes- pueden reducir la veracidad de la información de las órdenes, y por tanto, de las intenciones de los inversores). Este tipo de modelo que favorece las órdenes pasivas podría conllevar una mayor exigencia a los creadores de mercado que usan estas ventajas. En ese sentido, ESMA solicita a los participantes si hay suficiente transparencia sobre estos mecanismos, si estos mecanismos deben dirigirse a facilitar la negociación de las órdenes remitidas por los inversores minoristas, o si los centros de negociación que incluyen estos mecanismos deberían añadir nuevas exigencias a los creadores de mercado usuarios de dichas ventajas.

En el análisis de los modelos de ralentización de órdenes en la UE, ESMA mantuvo una reunión con miembros de la industria en la que se debatieron las ventajas e inconvenientes de estos mecanismos. Las conclusiones más relevantes fueron que no se observa ventajas en aplicar estos sistemas en los mercados de acciones, especialmente los que premian a las órdenes pasivas, donde, además, se observa que son los inversores minoristas los más perjudicados por las ventajas ofrecidas a los creadores de mercado. Sin embargo, se considera que estos mecanismos son de utilidad en los mercados de derivados y en particular en los casos donde el subyacente se negocia en otras plazas financieras. Para comprobar las conclusiones de este análisis ESMA pide a los participantes en los mercados si los sistemas de ralentización de órdenes no son apropiados para los mercados de acciones e incluso si deberían estar prohibidos en la MIFIDII, si estos mecanismos deben ser regulados, y en su caso, que requisitos debería incluir.

Finalmente ESMA somete a los participantes de los mercados a varias preguntas relativas a las ventajas y desventajas de informar a las partes que han ejecutado una orden (parcialmente o totalmente) con anterioridad a la comunicación de dicha información a todos los participantes así como si deberían existir regulaciones al respecto. Actualmente la información a las contrapartes de una ejecución se basa en los artículos 47.1.d y 19.3.b de la MiFIDII por los que se exige que los centros de negociación cuenten con procesos efectivos para facilitar la finalización de la transacción.

Enlace de interés:

[ESMA Consulta Pública sobre negociación algorítmica](#)