Informe de revisión del régimen de transparencia de MiFID II/MiFIR para acciones e instrumentos similares a las acciones, el mecanismo de doble limitación de volumen (DVC) y la obligación de negociación de acciones (STO). Boletín Intern. de junio de 2020.

ESMA ha publicado un documento de consulta sobre acciones e instrumentos similares a las acciones en cumplimiento con el mandato recogido en el artículo 52 -apartados 1 a 3- de MiFIR[1] que prevé la remisión de un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el impacto de las obligaciones de transparencia (artículos 3 a 13 de MiFIR) y del mecanismo de doble limitación de volumen (artículo 5 de MiFIR). Adicionalmente, ESMA ha decidido incluir por iniciativa propia una evaluación de la obligación de negociación de acciones (artículo 23 de MiFIR) y de las disposiciones de transparencia aplicables a los internalizadores sistemáticos (IS) (artículos 14 a 21 de MiFIR). Por otro lado, ESMA ha considerado oportuno publicar, posteriormente y por razones prácticas, otra consulta diferenciada sobre el régimen de transparencia aplicable a los instrumentos financieros distintos de las acciones.
El documento de consulta contiene un análisis y propuestas de modificación específicas de MiFIR, detallados más adelante, dirigidos a simplificar la estructura del régimen de transparencia aplicable a acciones e instrumentos similares a las acciones.

Los requisitos de transparencia pre- y post-negociación para las acciones admitidas a cotización en mercados regulados ya eran aplicables bajo MiFID I. Con MiFIR se pretende alinear las reglas de transparencia de los mercados regulados (MR) con los sistemas de negociación multilaterales (SMN), además de homogenizar los requisitos de transparencia aplicables a las acciones negociadas en ambos centros de negociación. Asimismo, dado que la negociación de certificados de depósito, fondos cotizados (ETFs, por sus siglas en inglés), certificados y otros instrumentos financieros similares se realiza de manera similar a las acciones, MiFIR también extiende las disposiciones de transparencia a estos instrumentos financieros.

Régimen de transparencia de pre-negociación para los centros de negociación por lo que respecta a acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares

Evaluación del nivel actual de transparencia de pre-negociación

MiFID II / MiFIR se basa en los requisitos de transparencia de pre-negociación ya presentes en MiFID I para crear un régimen más sólido en este ámbito. El artículo 3 de MiFIR establece que organismos rectores del mercado y empresas de servicios inversión que gestionen un centro de negociación deberán publicar los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones negociables a dichos precios que se difundan a través de sus sistemas respecto de acciones e instrumentos financieros similares a las acciones. Estos requisitos de transparencia de pre-negociación, junto con los requisitos de transparencia de post-negociación, tienen como objetivo aumentar la transparencia para estos instrumentos, contribuyendo así a una mejor difusión de la información, un proceso de formación de precios más eficiente y una valoración más precisa de los instrumentos. No obstante, MiFIR también prevé exenciones a estas obligaciones, las cuales no deberían socavar el marco de transparencia y la eficiencia del proceso de formación de precios.

A partir de este escenario, ESMA ha evaluado cómo el marco de transparencia de pre-negociación actual ha cumplido con los objetivos de MiFID II / MiFIR e incluye algunas recomendaciones sobre cómo se podrían abordar en el futuro las deficiencias identificadas. La evaluación se centra, en particular, en el texto del nivel 1. Sin

embargo, dado que las disposiciones del nivel 2 son clave para aplicar el régimen de transparencia de pre-negociación, a veces abarca también este último. La valoración realizada, en primer lugar, contrasta el marco de transparencia existente antes y después de la aplicación de MiFID II / MiFIR. En segundo lugar, analiza el volumen y el número de operaciones no ejecutadas en centros de negociación. Y en tercer lugar, observa el impacto de las exenciones sobre el volumen y operaciones totales.

ESMA concluye que el objetivo general de MiFID II / MiFIR no se ha logrado plenamente y resalta la existencia de un uso prominente de exenciones LIS (Large-In-Scale) y OMF (Order Management Facility) así como una combinación compleja de las exenciones permitidas. Tal circunstancia suscita la búsqueda de fórmulas para simplificar el régimen a la vez que mejorar la transparencia de pre-negociación. A este respecto, se considera plantear la eliminación de las exenciones Reference Price (RP) y Negotiated Transaction (NT) en instrumentos líquidos e ilíquidos, ambas previstas en MiFIR -artículo 4.1.(a) y 4.1.(b), respectivamente-. Con ello se pretende aumentar la transparencia de pre-negociación disponible que, no obstante, podría resultar marginal si esto diese lugar a que finalmente las operaciones se ejecuten bajo la exención LIS. Asimismo, otro efecto podría ser una migración de la negociación a IS y, en consecuencia, una mayor fragmentación de liquidez.

Este cambio requeriría una modificación del artículo 4 de MiFIR y de las disposiciones pertinentes de la norma técnica 1 (RTS 1)[2]. Además, esta propuesta haría redundante el mecanismo de doble limitación de volumen, lo que daría como resultado la eliminación del artículo 5 de MiFIR.

Respecto a la sugerencia de la eliminación de las exenciones NT y RP, se plantea como alternativa permitir la operativa bajo tales exenciones para órdenes superiores a ciertos umbrales. En este sentido, ESMA considera que el volumen mínimo de estas órdenes debería ser inferior al umbral LIS actual y pretende recabar opiniones sobre cuál podría ser su nivel adecuado.

Definición de mercado líquido

El artículo 2 (1) (17) de MiFIR establece una definición de mercado líquido, que se concreta con más detalle en el Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión. Dicha definición es relevante para determinar los instrumentos respecto de los cuales los IS están sujetos al régimen de transparencia de pre-negociación (para tamaños de mercado estándar o medios -SMS, por sus siglas en inglés-) así como para la aplicación de las diferentes exenciones NT en centros de negociación y que, a su vez, también afecta a la aplicación del régimen de doble limitación de volumen para instrumentos líquidos.

Considerando el propósito de MiFID II / MiFIR de aumentar la transparencia y el creciente auge de los IS, ESMA considera apropiado limitar los parámetros para la evaluación de liquidez solo a aquellas acciones e instrumentos financieros similares a las acciones que resulten ser relevantes al igual que aumentar el número de instrumentos que pueden considerarse adecuadamente como líquidos.

En particular y respecto a las acciones, ESMA propone las dos siguientes opciones:

• Opción 1: cuyos parámetros para evaluar la liquidez serían los promedios diarios sobre (i) el número de operaciones y (ii) el efectivo negociado. Esta propuesta implicaría una modificación del nivel 1 y, en particular, la eliminación de (i) la condición de que se negocie diariamente y (ii) el capital flotante del artículo 2 (1) (17) (b) de MiFIR.

• Opción 2: que utilizaría como parámetros para evaluar la liquidez (i) el promedio diario de operaciones, (ii) el efectivo medio diario negociado y (iii) la capitalización bursátil. Esta propuesta también requeriría la modificación del nivel 1 y, en particular, (i) la eliminación de la condición de negociación diaria y (ii) la sustitución del término capital flotante por el de capitalización bursátil en el artículo 2 (1) (17) (b) de MiFIR.

Aparición de nuevos sistemas de negociación: *Frequent Batch Auctions* (FBAs)

Los sistemas *frequent batch auctions* (FBAs, por su acrónimo en inglés) para instrumentos de capital son un nuevo tipo de sistema de negociación de subastas periódicas que comenzó a ganar cuota de mercado con la aplicación de MiFID II en 2018, en particular a partir de la aplicación del doble mecanismo de limitación de volumen. Este auge motivado, entre otros aspectos, por la elusión de tal mecanismo implica que estos sistemas necesiten consideraciones específicas.

En este sentido, ESMA considera conveniente mayor especificación en las definiciones y obligaciones de transparencia post-negociación recogidas en la norma técnica 1 (RTS 1) sobre subastas convencionales y FBAs. Además, sugiere que todas las órdenes (volumen y precio) enviadas a los FBAs deben publicarse para cumplir con

los requisitos de transparencia pre-negociación de MiFIR, lo que requeriría una modificación del nivel 2.

Régimen aplicable a los IS

El régimen de IS introducido por MiFID I y ampliado en MiFID II tiene como objetivo general, en primer lugar, hacer más transparentes las operaciones que no tienen lugar en un centro de negociación y, en segundo lugar, fijar condiciones de competencia equitativas aplicables a los centros de negociación y a las empresas de servicios de inversión que operan por cuenta propia. Adicionalmente, MiFIR introduce el criterio de tamaño estándar del mercado (SMS) aplicable a IS para que cumplan con requisitos de transparencia de pre-negociación.

No obstante, se observa que el régimen establecido para IS no parece cumplir la intención de aumentar la transparencia. La primera razón principal se relaciona con la ausencia de requisitos de transparencia de pre-negociación para instrumentos ilíquidos. En segundo lugar, el limitado volumen de operaciones bajo el umbral SMS, destacando que la metodología para su cálculo es significativamente diferente de la aplicable a los umbrales de LIS para los centros de negociación. La conjunción de estas razones implica que una cantidad significativa de operaciones no esté sujeta a requisitos de transparencia de pre-negociación.

Las propuestas presentadas por ESMA prevén introducir cambios en el texto del nivel 1, que se concretan en modificar el tamaño mínimo de cotización actual del 10% (artículo 14 (3) de MiFIR) hasta el 50% (opción 1) o el 100% (opción 2) del SMS. También plantea la posibilidad de extender el régimen de transparencia a los instrumentos ilíquidos así como cambiar el enfoque para calcular el SMS.

Mecanismo de doble limitación de volumen (DVC)

El propósito del DVC es asegurar que el uso de ciertas exenciones no perjudica indebidamente la formación de precios al limitar la negociación bajo las exenciones de RP y NT para instrumentos líquidos de la siguiente manera: la negociación de un instrumento financiero en un centro de negociación al amparo de ellas no podrá superar el 4% en cada uno ni el 8% de la negociación total en el conjunto de los centros de negociación de la Unión Europea (UE) respecto del volumen total de negociación de dicho instrumento realizado en todos los centros de negociación de la Unión durante los 12 meses anteriores. En tal caso, las autoridades nacionales competentes suspenderían el uso de las exenciones para los instrumentos afectados durante 6 meses.

Actualmente no hay jurisdicciones fuera de la UE con medidas similares al DVC y con el Brexit presente la aplicación futura del DVC plantea preocupaciones basadas en la gran cantidad de instrumentos negociados en la UE de los 27 en el Reino Unido y en si se aplicará el DVC en el Reino Unido y cómo. Además, ESMA llevará a cabo un análisis del impacto del DVC en los costes de negociación y en la estructura del mercado para lo que tendrá en cuenta las respuestas de los participantes a una serie de cuestiones al respecto en la consulta pública. A pesar de que se contempla en el documento la desaparición del DVC (al limitar las exenciones disponibles al tipo LIS y OMF), el análisis demuestra que el mecanismo del DVC ha tenido efectos positivos en la liquidez del mercado, particularmente al disminuir el spread bid-ask y aumentar el tamaño medio de las operaciones. Con objeto de equilibrar estas ventajas con la complejidad del sistema, ESMA propone las siguientes alternativas para el ajuste del mecanismo (las opciones B y C requieren una modificación del artículo 5 de MiFIR):

• Opción A: mantener el umbral del 4% para cada centro de negociación y el umbral conjunto en toda la UE del 8%.
• Opción B: eliminar el umbral del 4% y mantener el 8%.
• Opción C: eliminar el umbral del 4% y reducir el umbral conjunto para toda la UE hasta el 7%.

Otras consideraciones planteadas en la consulta, relacionadas con el DVC, son su aplicación a instrumentos aunque no se cuenten con los datos de los últimos 12 meses, la publicación de informes de ESMA mensuales y quincenales dentro de los siete días hábiles siguientes (en lugar de los cinco actuales), la posible supresión de los informes quincenales previstos en artículo 5(5) de MiFIR y, por último, incluir en el artículo 70 de MiFID II las infracciones por suspensiones del DVC.

Régimen de transparencia de post-negociación con respecto a acciones, certificados de depósito, ETFs, certificados y demás instrumentos financieros similares

Análisis del marco de transparencia de post-negociación para centros de negociación

Uno de los objetivos de MiFIR es aumentar la transparencia de post-negociación a la vez que ofrecer una protección adecuada (mediante aplazamientos) a los participantes del mercado que realizan grandes operaciones. ESMA ha evaluado el nivel de transparencia mediante el contraste de los volúmenes negociados de operaciones

sujetas a publicación en tiempo real con los que se benefician de la publicación diferida.

ESMA concluye que el régimen para la publicación diferida de MiFIR cumple con su objetivo de mantener un nivel alto de transparencia. No obstante, ESMA ha identificado en el análisis realizado que el volumen de transacciones en ETFs sujeto a publicación diferida es significativamente mayor con respecto a otro tipo de instrumentos similares. En este sentido, ESMA considera conveniente revisar los umbrales establecidos para ETFs con el fin de garantizar que la proporción de operaciones ETFs sujetas a exención esté alineada con la de otros tipos de instrumentos (en particular, acciones y certificados de depósito). Más específicamente, ESMA plantea aumentar el tamaño mínimo de la operación de 10 a 20 millones de euros, para permitir un diferimiento de 60 minutos. Se resalta que esta propuesta requeriría un cambio del nivel 2.

Evaluación del marco de transparencia de post-negociación para operaciones OTC

El artículo 20 de MiFIR requiere que las empresas de servicios de inversión hagan pública la información sobre operaciones en instrumentos financieros negociados en centros de negociación a través de un APA (agente de publicación autorizado).

ESMA ha evaluado el impacto del uso de aplazamientos para operaciones OTC y en IS y como resultado estima que los umbrales de aplazamiento deberían mantenerse alineados con los aplicados para operaciones realizadas en centros de negociación. Por otro lado, ESMA también propone que se informen y traten en el Sistema de Transparencia de Instrumentos Financieros (FITRS, por sus siglas en inglés) las operaciones que no estén sujetas a la obligación de negociación sobre acciones pero que sí estén sujetas a los requisitos de transparencia de post-negociación. Por último, establece una consulta a la industria sobre la definición de "tiempo real" y el carácter de su margen actual de un minuto.

Requisitos de transparencia aplicables a operaciones de terceros países

Los requisitos de transparencia post-negociación definidos en los artículos 20 y 21 de MiFIR no aclaran si la obligación de publicar las operaciones vía APA se aplica también a las realizadas en un centro de negociación de un tercer país que no goce de una decisión de equivalencia de la Comisión Europea. En el dictamen de ESMA de diciembre 2017[3] se considera la no publicación en caso de un tercer país con disposiciones similares a las del marco de MiFID II. Además, esta Autoridad se comprometió a publicar una lista de centros de negociación de terceros países que cumplan los requisitos. A este respecto, ESMA no ve la necesidad de modificar las disposiciones de nivel 1 y considera suficiente la herramienta de convergencia supervisora utilizada.

Obligación de negociación de acciones

ESMA considera esencial una revisión del régimen establecido en el artículo 23 de MiFIR sobre la obligación de negociación de acciones admitidas a negociación en la UE, a pesar de que esta materia no se mencione expresamente en el artículo 52 de MiFIR.

Alcance de la obligación de negociación de acciones

La aplicación de la obligación de negociación de acciones a acciones de terceros países ha supuesto un desafío por tres razones principales: (i) la falta de liquidez de esas acciones en centros de la UE, (ii) el régimen de equivalencia y (iii) la existencia de obligaciones de negociación aplicables en terceros países. En este sentido, el documento acaba justificando la exclusión de las acciones de terceros países del alcance de la obligación de negociación, si bien el cómo implementarlo presenta dificultades. ESMA reconoce que el enfoque ISIN, que a priori resulta el más ventajoso, puede no ser adecuado para el 100% de los casos y propone, como alternativa, complementarlo con la consideración de si el emisor ha buscado activamente que sus acciones sean admitidas a negociación en centros de un tercer país.

Mantenimiento del IS como centro de ejecución elegible en el marco del artículo 23 de MiFIR y de las exenciones previstas

ESMA plantea si los IS deben seguir siendo una opción y si deben mantenerse las exenciones previstas[4] en los párrafos (a) y (b) del artículo 23 de MiFIR, apartado 1. Dentro de las reflexiones que plantean estas medidas, ESMA resalta el objetivo de esta norma de reducir la fragmentación de liquidez y ofrecer a los inversores grupos más profundos de liquidez, lo cual podría ser contradictorio con la proliferación y creciente actividad de los IS.

Por otro lado, en relación con la exención (a) ESMA señala que en caso de eliminar a las acciones de terceros países de la obligación de negociación cabría plantearse si es necesario continuar con ella. Igualmente, si se mantuviese, plantea que este concepto se desarrolle en el nivel 2. Por último, respecto a la exención (b) se plantea

eliminar la mención a contrapartes elegibles y profesionales.

Subastas de cierre

El documento de ESMA finaliza con el análisis realizado por la AMF sobre la proporción de acciones negociadas durante las subastas de cierre y el firme incremento experimentado en los principales mercados regulados europeos donde puede superar el 40%. El estudio explica que el aumento de volumen en la subasta de cierre puede deberse a cuatro factores principales: (i) la expansión de la gestión pasiva (ETFs); (ii) la entrada en vigor de obligaciones de presentación de informes de análisis de operaciones y costes de MiFID II; (iii) la aversión a la negociación de alta frecuencia y (iv) el uso creciente de algoritmos para ejecutar órdenes que tienden a operar cuando la liquidez es históricamente más alta.

Securities and Markets Stakeholder Group – Respuesta al documento de consulta de ESMA

El SMSG ha publicado con fecha 23 de marzo su opinión respecto de los temas tratados en este documento de consulta y muestra las siguientes posturas:

• Acepta la propuesta de ESMA de mantener la exención para LIS y OMF, si bien sus miembros tienen diferentes puntos de vista en cuanto a las exenciones RP y NT.

• Está a favor de una simplificación del mecanismo de doble limitación de volumen, de forma que pase a ser un solo límite con un único cálculo mensual. El SMSG considera que tal simplificación no cambiaría su efecto positivo y limitaría algunos de los efectos negativos del DVC (como limitar las cargas administrativas y fomentar la obtención de datos correctos).

• Está de acuerdo con las conclusiones y propuestas de ESMA en el ámbito de la transparencia post-negociación.

• Cree que el alcance de la obligación de negociación de acciones debe reducirse y no incluir a acciones de terceros países ya que la regulación de la UE no debe tener un alcance extraterritorial. El ISIN debe usarse como primera base para esta evaluación. Sin embargo, como reconoce ESMA, este enfoque no es adecuado en todos los casos y hace necesarios criterios complementarios con un orden de prioridad claro.

• Por último, reconoce que los volúmenes en las subastas de cierre han aumentado y supone que se deba al interés en tener acceso a la mayor liquidez posible. Propone que ESMA no tome medidas en este momento y continúe el seguimiento del incremento observado.

---

[1]Reglamento (UE) No 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros.
[2]Reglamento Delegado (UE) 2017/587 de la Comisión por el que se completa el Reglamento (UE) No 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión respecto de las acciones, los certificados de depósito de valores, los fondos cotizados, los certificados y otros instrumentos financieros similares y a las obligaciones de realización de las operaciones respecto de ciertas acciones en un centro de negociación o por un internalizador sistemático.
[3]https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-165_smsc_opinion_transparency_third_countries.pdf
[4]a) que no sean sistemáticas, sino ad hoc, irregulares y ocasionales; y b) que se lleven a cabo entre contrapartes elegibles y/o profesionales y no contribuyan al proceso de formación de precios.
[5]https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fa16f34e9-6cae-4bd3-adc6-0fb96a559b9e

---

Enlaces de interés:

Documento a consulta ESMA sobre el informe de revisión del régimen de transparencia de MiFID II/MiFIR para acciones e instrumentos similares a las acciones, el mecanismo de doble limitación de volumen y la obligación de negociación de acciones

Respuesta del Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG) al documento de consulta de ESMA