



## Principales novedades de MiFID II/MiFIR sobre la estructura de los mercados. Julio 2014.

La nueva Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante MiFID II) y el Reglamento sobre los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012 EMIR (en adelante MiFIR) han sido publicados en el Boletín Oficial de la Unión Europea el pasado 12 de junio. Más de tres años y medio después de la publicación del primer proyecto (octubre 2011), el 14 de enero se alcanzó un acuerdo político sobre un texto de compromiso que se aprobó en el Parlamento Europeo el 15 de abril. Los Estados Miembros tendrán dos años para realizar la trasposición de las nuevas normas al derecho nacional que, con carácter general, se aplicarán a partir de enero del 2017 si bien algunas serán de aplicación inmediata y otras a partir de enero del 2019. ESMA ha publicado, el 22 de mayo, una consulta pública sobre el asesoramiento técnico que debe prestar a la Comisión Europea (en adelante CE), según solicitud formal del 23 de abril, en relación con el posible contenido de los actos delegados que la CE debe adoptar para el desarrollo de diversos aspectos de las nuevas normas; este asesoramiento no condiciona la opción legislativa final de la CE. ESMA publicó en la misma fecha un documento de debate sobre cuestiones innovadoras o técnicamente complejas incluidas en MiFID II/MiFIR para preparar un numeroso conjunto de proyectos de normas técnicas de regulación y de implementación que serán objeto de consultas públicas posteriores. (Se puede leer un resumen de ambas consultas en el Boletín Internacional y en la página web de la CNMV).

Los aspectos más relevantes de la nueva normativa en relación con la estructura de los mercados son:

- 1. Nuevas estructuras de mercado**, para promover la competitividad entre los distintos centros de negociación.
- 2. Mayor transparencia para más clases de activos y obligación para las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) de negociar acciones y derivados en centros de negociación.**
- 3. Regulación por primera vez de la técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia y el acceso electrónico directo**, junto con la especificación de los requisitos para operar en el mercado utilizando dichas técnicas.
- 4. Publicación de datos y acceso a los mismos:** regulación de los requisitos de los Proveedores de Información Consolidada (PIC), de los Agentes de Publicación Autorizados (APA) y de los Sistemas de Información Autorizada (SIA).
- 5. Acceso a Entidades de Contrapartida Central, centros de negociación e índices.**
- 6. Más requisitos organizativos para centros de negociación.**
- 7. Nuevas herramientas de supervisión de los derivados sobre commodities**, incluidos los límites a las posiciones.

A continuación, se desarrolla con algo más de detalle los aspectos mencionados de la nueva normativa MiFID II/MiFIR:

### 1. Nuevas estructuras de mercado.

MiFID II/MiFIR regulan una nueva clase de centro de negociación que es el Sistema Organizado de Contratación (SOC) u *Organised Trading Facility* (OTF) y lo define como aquel sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión (CO2) o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos. Los OTF pretenden captar la negociación de productos financieros distintos de acciones que actualmente se desarrolla OTC.

MiFID II/MiFIR regulan los mercados de PYMES en expansión. Los gestores de un SMN podrán solicitar su registro como mercado de PYME en expansión si al menos el 50% de los emisores de los instrumentos financieros que sean admitidos a negociación en el SMN sean PYME en la fecha de registro y más adelante. ESMA propone para estos mercados una aplicación más flexible de la regulación aplicable sobre folletos, transparencia y abuso de mercado que, al mismo tiempo, permitan un grado de regulación que garantice una etiqueta de calidad europea para este segmento.

También se refuerza el régimen de la internalización sistemática con el fin de aumentar su volumen de negociación y se sujetan a normas de transparencia para acciones e instrumentos similares y para *non-equity instruments* similares a las de los centros de negociación. La nueva definición de internalizador sistemático incluye criterios cuantitativos para valorar cuándo la actividad de negociación por cuenta propia en ejecución de órdenes de clientes es realizada con carácter organizado, frecuente, sistemático y con carácter sustancial.

## **2. Mayor transparencia para más clases de activos y obligación para las ESI de negociar acciones y derivados en centros de negociación.**

- Transparencia pre y post negociación para acciones y para instrumentos asimilados a acciones.

El nuevo régimen extiende los requisitos de pre transparencia a los instrumentos asimilados a acciones, entendiendo por tales, los certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y otros similares, así como a indicaciones de interés ejecutables.

Los cambios no son sustanciales si bien algunas se modifican algunas exenciones. La exención sobre órdenes de elevado volumen en comparación con el volumen normal del mercado, según ESMA, continuará basándose en el efectivo medio diario, en inglés *average daily turnover* (ADT), se ampliará el número de clases de ADT de 5 a 8 y se modificarán los umbrales. Una subida del umbral reduciría el número de operaciones que se pueden beneficiar de la excepción de transparencia y viceversa. Las otras exenciones estarán sujetas a dos límites acumulativos (mecanismo de limitación de volumen): i. una plataforma de negociación individualmente no puede tener una cuota de mercado superior al 4% de la negociación beneficiada del uso de estas excepciones en los últimos 12 meses, y ii. el volumen conjunto beneficiado de esas excepciones en toda la Unión Europea no puede superar el 8% del total negociado sobre esos productos en el mismo periodo.

En relación con la transparencia post negociación, ESMA plantea los elementos clave a tener en cuenta en el desarrollo de MiFID II/MiFIR: cuáles son los elementos mínimos de la información a publicar, si en esa información se podría incluir algún indicador sobre la aplicación de alguna de las exenciones a la pre transparencia, y nuevas propuestas sobre la publicación diferida de información de operaciones de gran volumen.

- Transparencia pre y post negociación para instrumentos distintos de acciones

MiFID II/MiFIR introducen un cambio muy sustancial al obligar a un mínimo nivel de transparencia a los *non-equity products* o productos distintos de las acciones, entendiendo por tales los bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados. ESMA señala que resulta relevante conocer cuándo un instrumento es líquido o no para aplicar un determinado régimen de transparencia y, a este efecto, propone definiciones de instrumento líquido y mercado líquido, y plantea distintas opciones para determinar el régimen de transparencia aplicable según se haga por clases de activos o de forma más detallada instrumento por instrumento.

- Obligación de negociación para acciones y derivados

Como ya se ha indicado, MiFID II y MiFIR tienen como finalidad reducir el volumen de negociación OTC. Para ello, MiFIR establece la obligación de negociar las acciones cotizadas en mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos. MiFIR establece la misma obligación de negociar los derivados en mercados regulados, SMN y SOC para aquellas categorías de derivados que estén sujetas a esta obligación siguiendo el procedimiento establecido en MiFIR. ESMA pregunta qué excepciones serían oportunas a esta obligación y los métodos para la identificación de las categorías de instrumentos derivados que deberían estar sujetos a la obligación de negociación.

## **3. Regulación por primera vez de la técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia y el acceso electrónico directo.**

La negociación algorítmica es aquella en la que un algoritmo informático determina automáticamente los distintos parámetros de las órdenes (si la orden va a ejecutarse o no, el momento, el precio, la cantidad y cómo va a gestionarse después de su presentación), con limitada o nula intervención humana. La técnica de negociación

algorítmica de alta frecuencia o *High Frequency Trading* (HFT) es una subclase de negociación algorítmica que tiene las características siguientes: a) una infraestructura destinada a minimizar las latencias (tiempo de acceso a la red) y de otro tipo, que incluya al menos uno de los siguientes sistemas para la introducción de órdenes algorítmicas: localización compartida, ubicación próxima o acceso electrónico directo de alta velocidad; b) un sistema que determina la iniciación, generación, encaminamiento o ejecución de las ordenes sin intervención humana; y c) elevadas tasas de mensajes intradía que pueden ser órdenes, cotizaciones o anulaciones. Para concretar estas características ESMA propone dos posibles opciones:

1. es necesario el cumplimiento de los requisitos siguientes: (i) exista una infraestructura destinada a minimizar las latencias de la red y de otros tipos cuando el servidor que proporciona los mensajes con los algoritmos es directamente próximo al motor de casación de órdenes de la plataforma de negociación, y se utiliza un ancho de banda alto en comparación con el acceso estándar ofrecido por la respectiva plataforma de negociación; y (ii) el participante/miembro tenga una ratio de mensajes intradía de al menos 2 mensajes por segundo.
2. se evaluaría la "naturaleza de alta frecuencia a partir del ratio de mensajes intradiario" según la frecuencia diaria de las órdenes (modificadas o canceladas) y, cuando el tiempo de vida media diaria de las órdenes de un miembro/participante sea más corta que el tiempo de vida media diaria de la plataforma de negociación, ese miembro/participante debe ser considerado como *high frequency trader*.

El acceso electrónico directo o *Direct Electronic Access* (DEA) es un acuerdo por el que un miembro/participante/cliente en un centro de negociación permite que una persona utilice su código de negociación para transmitir órdenes electrónicas sobre un instrumento financiero directamente al centro de negociación. El DEA es distinto del acceso electrónico al mercado a través de una web, de una aplicación de móvil o de un *software* informático. ESMA plantea si el DEA podría ser compatible con técnicas algorítmicas de *trading*.

#### **4. Publicación de datos y acceso a los mismos.**

Los proveedores de información consolidada (PIC) o *Consolidated Tape Provider* (CTP) prestan el servicio de recopilar informes de operaciones realizadas en mercados, regulados, SMN, SOC y Agentes de Publicación Autorizados (APA) con determinados instrumentos financieros y consolidarlos en un flujo de datos electrónicos continuos en directo que proporcionen datos sobre precios y volúmenes para cada instrumento. Los Agentes de Publicación Autorizados (APA) firman acuerdos para la prestación del servicio de publicación de informes de operaciones en nombre de las ESI. Los Sistemas de Información Autorizada (SIA) prestan el servicio de notificar detalles de operaciones a las autoridades competentes o a ESMA en nombre de las ESI. Los PIC, APA y SIA están sujetos a autorización que se concederá si cumplen los requisitos de organización aplicables en cada caso. MiFID II describe la información mínima a que se refieren las obligaciones de suministro de datos de los PIC, APA y SIA respectivamente. Las ESI podrán prestar estos servicios si se verifica que cumplen las condiciones establecidas en MiFID II y se incluye en su autorización.

Para determinar qué es una "base razonable comercial" en el contexto de los servicios sobre publicación de datos, ESMA propone tres opciones: a) el proveedor establezca precios justos, razonables y no discriminatorios reunidos en una lista de precios pública; b) se establezcan límites a los precios en razón de los ingresos; y c) se establezcan límites a los precios en razón de los costes. La información será gratuita 15 minutos después de su publicación. Los datos deben ser comercializados de forma desagregada y el usuario sólo debe pagar por los datos que necesita conocer.

#### **5. Acceso a Entidades de Contrapartida Central (EEC), centros de negociación e índices.**

MiFIR establece: a) el acceso no discriminatorio de todos los centros de negociación a una EEC de forma que se garantice que tengan un trato no discriminatorio en materia de garantías y compensación de contratos equivalentes económicamente y de garantías cruzadas respecto de contratos correlacionados; b) el acceso no discriminatorio de todas las EEC a un centro de negociación quien facilitará los datos de negociación de manera transparente y no discriminatoria inclusive sobre las tarifas de acceso, previa solicitud, a cualquier EEC que desee compensar operaciones con instrumentos financieros que se hayan efectuado en dicho centro de negociación; y c) el acceso no discriminatorio a los índices de referencia por parte de quien tenga los derechos de propiedad sobre el índice de forma que se garantice que, a efectos de negociación y de compensación, las EEC y los centros de negociación tengan acceso a precios y flujos de datos, e información sobre compensación, metodología y fijación del índice.

ESMA propone concretar las causas por las que el acceso a ECC y a centros de negociación puede ser denegado en base a los riesgos que el acceso conlleva y que no pudieran ser mitigados. Para ECC, por ejemplo, que el volumen de transacciones y el número y tipo de usuarios exceda de la capacidad de la ECC, que el coste de garantizar el acceso amenace la viabilidad de la EEC o que posibles conflictos de ley amenacen el cumplimiento de la normativa de una EEC. Los centros de negociación en derivados podrían tener un período transitorio de 30 meses para cumplir esta obligación si el volumen notional negociado durante el año anterior es inferior a 1 billón de euros. ESMA propone que las autoridades competentes puedan impedir el acceso cuando la EEC o el centro de negociación puedan no cumplir con sus obligaciones legales o exista un riesgo de fragmentación de la liquidez. ESMA debe especificar qué información deben los índices proporcionar a EEC y centros de negociación sobre la metodología, composición y gobierno del índice, y si esta información será accesible también a miembros, participantes o usuarios.

## **6. Más requisitos organizativos para centros de negociación.**

MiFID II exige que los mercados regulados implanten sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación son resistentes, tengan capacidad suficiente para tramitar los volúmenes de órdenes y mensajes correspondientes a los momentos de máxima actividad, puedan asegurar la negociación ordenada en condiciones de fuerte tensión y estén sujetos a mecanismos efectivos de continuidad de la actividad para asegurar el mantenimiento de sus servicios en caso de disfunción. Los mercados regulados adoptarán regímenes de *tick size* (variación mínima del precio de cotización de un instrumento) en acciones e instrumentos asimilados. ESMA analiza la forma de fijar un tick ajustado al perfil de liquidez de las acciones e instrumentos similares que proporciona una liquidez de calidad.

Los centros de negociación deben ajustar sus sistemas y controles a la negociación algorítmica. ESMA propone requisitos similares a los contemplados en las Directrices sobre sistemas y controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizada (Febrero 2012). ESMA debe determinar el ratio "order-to-trade" (OTR) máximo, es decir, el ratio máximo de órdenes no ejecutadas que pueden entrar en el sistema. ESMA propone que el ratio OTR sea *x* veces la media observada de OTR en los participantes en el mercado y que se revise anualmente.

## **7. Nuevas herramientas para la supervisión de derivados sobre *commodities*.**

MiFID II/MiFIR considera instrumento financiero a los derivados sobre *commodities* con liquidación por entrega física negociados en centros de negociación excepto aquellos que tengan como subyacente gas natural o electricidad que están sujetos a una legislación propia.

MiFID II concede a las autoridades competentes facultades supervisoras para intervenir en cualquier momento la negociación si existe una amenaza a la integridad o funcionamiento ordenado para el mercado. Los centros de negociación podrán ser requeridos por las autoridades para que: a) adopten controles transparentes, adecuados y no discriminatorios para la gestión de posiciones que permita una mejor supervisión; b) requieran a su vez, si fuere necesario, a los tenedores de posiciones para que pongan fin o reduzcan su posición; o c) proporcionen liquidez al mercado. MiFID II establece que las autoridades competentes establecerán y aplicarán limitaciones de posición al volumen de una posición neta que pueda mantener una persona en cualquier momento en derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación y contratos extrabursátiles equivalentes económicamente. ESMA tiene el encargo de desarrollar la metodología para calcular los límites y será la encargada de supervisar la aplicación de los mismos por las autoridades competentes. Además de otras obligaciones de comunicación de posiciones, un desglose completo de las posiciones mantenidas por miembros/participantes/clientes se facilitará al menos diariamente por las ESI o los organismos rectores de los centros de negociación a las autoridades competentes.

MiFIR atribuye a ESMA facultades supervisoras en materia de gestión de posiciones en derivados sobre *commodities* ya que, siempre que exista una amenaza para el funcionamiento ordenado y la integridad de los mercados y que las autoridades competentes no hayan adoptado medidas o las adoptadas no constituyan respuesta suficiente. ESMA podrá: a) solicitar de cualquier persona toda la información sobre el volumen y la finalidad de una posición o exposición; b) exigir de esa persona que tome medidas para reducir el volumen o suprimir esa posición; y c) en última instancia, limitar la capacidad de una persona para negociar en derivados sobre *commodities*.

Si usted quiere leer el texto de la MiFID en inglés publicado el 12/06/2014 en el BOUE, por favor, haga click en: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_173\\_R\\_0009&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_173_R_0009&from=EN)

Si usted quiere leer el texto de la MiFID en español publicado el 12/6/2014 en el BOUE, por favor, haga click en:  
[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_173\\_R\\_0009&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_173_R_0009&from=EN)

Si usted quiere leer el texto de la MiFIR en inglés publicado el 12/06/2014 en el BOUE, por favor, haga click en:  
[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_173\\_R\\_0005&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_173_R_0005&from=EN)

Si usted quiere leer el texto de la MiFIR en español publicado el 12/06/2014 en el BOUE, por favor, haga click en:  
[http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_173\\_R\\_0005&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_173_R_0005&from=EN)

Si usted quiere leer el documento a consulta de ESMA, por favor, haga click en:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549\\_-\\_consultation\\_paper\\_mifid\\_ii\\_-\\_mifir.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf)

Si usted quiere leer el documento de debate de ESMA, por favor, haga click en:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-548\\_discussion\\_paper\\_mifid-mifir.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-548_discussion_paper_mifid-mifir.pdf)

Si usted la solicitud de asesoramiento técnico de la CE a ESMA, de 23/4/2014, por favor haga click en:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request_en.pdf)