



Propuesta de modificación del Reglamento relativo a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFIR). Boletín Internacional de marzo de 2022.

En el marco de la Unión de los Mercados de Capitales (CMU, por sus siglas en inglés), la Comisión Europea (CE) se propone revisar determinadas disposiciones de MiFIR con objeto de favorecer el acceso a los datos de mercado al inversor (minorista particularmente) y fomentar unas infraestructuras de mercado más sólidas. Asimismo, se pretende mejorar la liquidez de los mercados de capitales a la vez que incentivar su función como fuente de financiación. Para lograr este objetivo se han identificado tres ámbitos prioritarios en este marco: progresar en la transparencia y la disponibilidad de los datos de mercado; optimizar la igualdad de condiciones entre los centros de ejecución y garantizar que las infraestructuras de mercado de la Unión Europea (UE) puedan seguir siendo competitivas a nivel internacional.

En primer lugar, el diseño y la aplicación de un sistema de información consolidada, tal y como prevé el Plan de Acción para la CMU de 2020, supone el principal esfuerzo destinado a ofrecer una visión global de la negociación en toda la UE. Con relación a la transparencia, se pone énfasis en el objetivo de mantener un equilibrio entre los distintos tipos de centros de negociación existentes. Desde el punto de vista de la competitividad, la propuesta trata de fomentar la innovación y el desarrollo en los mercados regulados de la UE, concretamente en el ámbito de los derivados negociados, además de reforzar la capacidad de compensación en la UE. En consecuencia, por un lado la revisión tiene previsto racionalizar el complejo marco de transparencia que rige los centros de negociación -mercados regulados, plataformas alternativas (sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de contratación) o internalizadores sistemáticos (IS)- y, por otro lado, se modifican las disposiciones oportunas para facilitar que exista un Proveedor de Información Consolidada (CTP, por sus siglas en inglés) para cuatro clases de instrumentos financieros (acciones, fondos cotizados, bonos y derivados), ante la ausencia de CTP alguno, a pesar de estar ya previstos en MiFIR.

CTP

La falta de información correcta y oportuna sobre los precios y los volúmenes de negociación disponibles para los valores negociados dan lugar a la aparición de riesgos relacionados con la insuficiente profundidad de mercado (falta de liquidez) y con la incapacidad de ejecutar operaciones en el momento y precio determinados. Ante la falta de una imagen completa de toda la liquidez disponible, algunos inversores podrían no estar en condiciones de ejecutar todas las operaciones o solo ejecutarlas en parte o a un precio menos atractivo, cuestión que resulta contraria a los objetivos de la CMU. En este sentido, esta fragmentación del mercado existente impacta especialmente en participantes del mercado de menor tamaño, cuyas capacidades para acceder a la información sobre los datos de mercado en múltiples centros es más limitada. El coste total estimado de no disponer de una visión exacta de los mercados de renta variable podría ascender a 10.600 millones de euros, según recoge el estudio realizado por *Market Structure Partners*¹ acerca de la creación de un sistema de información consolidada en la UE. En relación con los mercados de renta fija, los gestores de activos también reconocen el coste derivado por esta falta de datos de mercado consolidados y precisos. Por su parte, los mercados de derivados muestran una característica singular dado que la negociación extrabursátil representa aproximadamente un 85% (en términos de notional) y da lugar a una reducida transparencia post-negociación que redundará en una mayor dificultad a la hora de fijar los precios y asimetrías de información, lo que, a su vez, ocasiona un perjuicio, en mayor medida, a los participantes más pequeños del mercado. Respecto a la inversión colectiva, también se reconoce el efecto de una menor presencia de fondos vinculados a índices que canalicen capital hacia emisores de menor capitalización.

Tras la entrada en vigor del marco MiFID/MiFIR, la consulta realizada al respecto por la CE en 2020 mostró que la mayoría de los inversores no tienen una visión completa de los precios y los volúmenes disponibles y, ante la falta de información sobre la liquidez existente en los mercados alternativos e IS (que son de volumen significativo), se crean importantes obstáculos a la transparencia. Este escenario dificulta que los intermediarios puedan conseguir para los inversores optar por la operación más ventajosa en términos de precio y costes.

En este sentido, la evaluación de impacto revisada por el *Regulatory Scrutiny Board* de la CE se centró en la consolidación de los datos de mercado e incorporó cinco opciones para su logro, resultando la opción de un consolidador único e independiente para cada clase de activo, como la opción preferida. En concreto, la opción propone que cada consolidador centralizado (de acciones, fondos cotizados, bonos y derivados) recopile los datos para los valores por tipo de instrumento en centros geográficamente separados. A su vez, consolidarían los datos en un centro de datos centralizado y, a continuación, los difundirían desde dicha ubicación central a los abonados que se encuentren en otros lugares. Se reconoce que un modelo así podría resultar menos puntual/inmediato, si bien garantizaría mayor integración de los datos.

Asimismo, la misma evaluación de impacto consideró tres opciones respecto a cómo garantizar una remuneración justa de los contribuidores de datos de mercado, resultando favorita la opción de contribuciones obligatorias con «objetivos mínimos de ingresos» para los consolidadores de datos de mercado. Se prevé que sea un comité operativo independiente quien establezca y revise los objetivos mínimos de ingresos, los cuales tendrían en cuenta los diversos usos de la información consolidada así como otros parámetros pertinentes. Además, podrían fijarse niveles de forma que el acceso minorista tuviese coste mínimo o nulo.

En cualquier caso, se prevé que los ingresos esperados del CTP superen significativamente los costes y, así, cimentar un sistema sólido de participación en los ingresos donde los CTPs y los contribuidores de datos de mercado compartan intereses comerciales armonizados. A este respecto, ESMA facilitará a la CE una evaluación del régimen de participación en los ingresos diseñado para los mercados regulados por su aportación de datos de negociación en el contexto del sistema de información consolidada sobre acciones, transcurridos doce meses desde la entrada en funcionamiento del CTP.

La obtención de datos básicos de mercado sobre los instrumentos financieros es un proceso costoso y difícil que hasta la fecha se ha traducido en que ninguna entidad haya solicitado actuar como CTP. Apoyándose en la introducción de plantillas armonizadas de alta calidad y el establecimiento de la obligatoriedad para todos los contribuidores, ESMA se dispone a organizar periódicamente² procedimientos de selección competitivos para escoger un único CTP para cada clase de activo. ESMA adoptará una decisión transcurridos tres meses desde el inicio del procedimiento de selección. La propuesta indica que para acciones, en primera instancia, se prevé recabar datos de transparencia post-negociación y, posteriormente, ESMA evaluará si existe también demanda de datos pre-negociación, para que la CE decida en última instancia.

La CE también ha previsto, en caso de no establecerse un CTP para alguna clase de activo un año después de la entrada en vigor de esta reforma, la posibilidad de revisar el marco introduciendo como propuesta que ESMA sea quién facilite un sistema de información consolidada. Por último, otras responsabilidades asumidas por ESMA en esta materia, son la elaboración de los proyectos de normas técnicas de regulación³ sobre las características de la obligación de información pública de los CTPs y sobre el nivel de precisión con el que habrán de sincronizarse los relojes de los centros de negociación, los IS, los agentes de publicación autorizados (APA) y los CTPs.

TRANSPARENCIA

La propuesta de modificación de la CE persigue el objetivo de mantener un equilibrio entre los distintos centros de negociación, abordando cuestiones relacionadas con la complejidad del marco de transparencia y,

en este sentido, se estima oportuno realizar ajustes a estas normas que rigen la negociación en los centros. En línea con esto, ESMA había concluido en sus informes previos de revisión de la transparencia (para *equity*⁴ y *non-equity*⁵) que el régimen actual es complicado y no siempre eficaz a la hora de garantizar la transparencia para los participantes en el mercado, por lo que también había formulado propuestas específicas para su mejora. Asimismo, si bien se hallan discrepancias sobre la evolución del reparto de la cuota de mercado desde la entrada en vigor del marco de transparencia, existe un acuerdo general sobre la necesidad de mantener un equilibrio entre los centros de negociación que operan de manera transparente y el resto de plataformas, con la perspectiva de garantizar que la negociación en la UE esté en consonancia con los ratios observados en otros centros financieros internacionales. Para alcanzar este equilibrio, la propuesta actual prevé la revisión de ciertas exenciones de las normas, que han podido jugar un papel contraproducente en términos de transparencia, además de resultar rígidas e introducir una complejidad relevante traducida, a su vez, en mayores esfuerzos de los reguladores.

Como resultado, la revisión propuesta incluye siete apartados con ajustes al marco de transparencia relacionados con:

- la delimitación entre sistemas multilaterales y bilaterales, que se desplaza de MiFID II a MiFIR, con el fin de lograr un mayor grado de armonización para incrementar la transparencia;
- establecer un umbral mínimo de volumen de negociación para aplicar la exención del precio de referencia que impida que cualquier centro de negociación alternativo ejecute pequeños volúmenes de negociación al amparo de la exención del precio de referencia, en consonancia con las recomendaciones de ESMA;
- sustitución de la doble limitación de volumen por una limitación única fijada en el 7% del volumen total negociado con dicho instrumento financiero en la UE, sobre las operaciones ejecutadas al amparo de la exención por utilización del precio de referencia o de la exención aplicable a las operaciones negociadas;
- la reducción y armonización de los aplazamientos para informes post-negociación de instrumentos distintos de acciones e instrumentos asimilados (*non-equity*) destinados al público;
- el refuerzo de las obligaciones de transparencia aplicables a IS que aumenta su obligación de cotización pre-negociación relativa a las acciones, a fin de cubrir las cotizaciones de las operaciones que tengan un tamaño de hasta un mínimo del doble del tamaño estándar del mercado;
- la aplicación del límite mínimo de la exención del precio de referencia para IS sin transparencia pre-negociación y, en consonancia con el límite mínimo de la exención por utilización del precio de referencia, los IS no estarán autorizados a casar pequeñas operaciones en el punto intermedio.
- facultar a ESMA a elaborar proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen cómo debe aplicarse el concepto de condiciones comerciales razonables⁶ en relación con el acceso no discriminatorio a la información pre-negociación y post-negociación por parte del público sobre las operaciones con instrumentos financieros.

COMPETITIVIDAD Y OTRAS MEDIDAS

Con el objetivo de fomentar la competencia, la innovación y el desarrollo de los derivados negociados en mercados regulados en la UE y de reforzar la capacidad de compensación, la CE plantea suprimir las disposiciones de acceso abierto para estos derivados. Al eliminar esta obligación, se reconocen las ventajas que ofrece la integración vertical de la negociación y la compensación, a la vez que se pretende instaurar un marco que ofrezca mayor libertad a los miembros de un centro de negociación para compensar en cualquier cámara. Por otro lado, también se propone adaptar la obligación de negociación de MiFIR a la obligación de compensación de «EMIR Refit» y revisar las disposiciones relacionadas con la posibilidad de suspender la obligación de negociación para determinados derivados cuando tenga lugar la suspensión de la obligación de compensación de esos mismos derivados, a la luz de la estrecha relación entre ambas obligaciones. Asimismo, se introduce también un mecanismo de suspensión que permite a la CE interrumpir la obligación de negociación a entidades que actúen como creadores de mercado con contrapartes no pertenecientes al Espacio Económico Europeo (EEE) cuando se cumplan determinadas condiciones.

También respecto al fomento de la competitividad, la medida propuesta en el ámbito de la obligación de negociación de acciones introduce una aclaración al especificar que esta solo alcanza a las acciones con ISIN del EEE, a fin de ofrecer mayor seguridad a los participantes en el mercado. Con objeto de evitar posibles ambigüedades se prevé establecer una lista oficial de acciones de la UE sujetas a dicha obligación y que será actualizada periódicamente.

Entre el resto de medidas incluidas en la propuesta, destaca la prohibición de pagos por el flujo de órdenes (PFOF, por sus siglas en inglés), que debería aumentar la calidad de ejecución para los inversores minoristas, además de aumentar la transparencia pre-negociación. Como principio, los intermediarios financieros deben lograr el mejor precio posible y, en nombre de sus clientes, ejecutar la mayor parte de las operaciones que le instruyen. A tal fin, su actividad incumbe seleccionar el centro de negociación o la contraparte óptima para ello, atendiendo al criterio de lograr la mejor ejecución para sus clientes. En consecuencia, el PFOF consistente en la recepción por parte de un intermediario financiero de un pago de una contraparte de la negociación a cambio de garantizar la ejecución de las operaciones de clientes es incompatible con ese principio de mejor ejecución. Con la prohibición introducida se pretende poner fin a esta práctica controvertida y se espera que esta actividad sea canalizada a mercados con pre-negociación transparente.

Finalmente, merece la pena mencionar entre el resto de medidas que, en relación con las obligaciones de comunicar las operaciones y de facilitar datos de referencia sobre los instrumentos financieros, se espera que ESMA evalúe en un futuro la integración en la información sobre las operaciones y la racionalización de los flujos de datos. Asimismo, en este ámbito se habilita a ESMA para elaborar proyectos de normas técnicas de regulación sobre la fecha límite de notificación para operaciones y datos de referencia.

¹MSP (2020), Estudio sobre la creación de un sistema de información consolidada de la UE, encargado por la Comisión Europea.
<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/82763219-1cbe-11eb-b57e-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-169654830>

² Inicialmente, 3 meses después de la fecha de entrada en vigor de la propuesta.

³ A partir de la entrada en vigor de esta propuesta, se fija un plazo de 9 meses para elaborar normas técnicas de regulación sobre las características de la obligación de información pública de los CTPs y de 6 meses para las normas técnicas de regulación sobre el nivel de precisión con el que habrán de sincronizarse los relojes de los centros de negociación, los IS, los agentes de publicación autorizados (APA) y los CTPs.

⁴ Informe de revisión de MiFID II/MiFIR sobre el régimen de transparencia aplicable a los instrumentos de acciones e instrumentos asimilados (equity), el mecanismo de doble limitación de volumen y las obligaciones de negociación de las acciones:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2682_mifidii_mifir_report_on_transparency_equity_dvc_tos.pdf

⁵ Informe de revisión de MiFID II/MiFIR sobre el régimen de transparencia aplicable a los instrumentos distintos de acciones y los instrumentos asimilados (non-equity) y la obligación de negociación de derivados:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3329_mifid_ii_mifir_review_report_on_the_transparency_regime_for_non-equity_instruments.pdf

⁶ Una vez transcurridos 9 meses desde la entrada en vigor de esta propuesta.

Enlaces de interés:

[Propuesta de modificación de MiFIR](#)

[Resumen del informe de la evaluación de impacto de la propuesta de modificación MiFIR](#)