

# *MiFID 2: un desafío para las entidades financieras*

*Informe del Centro del  
Sector Financiero de PwC  
e IE Business School*

*Junio 2011*



---

## **Sumario**

Resumen ejecutivo	3
1. Introducción	6
2. MiFID 2: novedades en la protección del inversor	7
3. MiFID 2: novedades en la regulación de los mercados	13
4. Algunas consecuencias de la reforma	20

# Resumen ejecutivo

## **1. Medidas de protección del inversor**

### **1.1. Un claro refuerzo de la protección.**

Las entidades deben asumir que el paradigma regulatorio en el que se van a mover es el de una mayor protección del inversor y, en general, de los clientes. La reforma de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) va a suponer la ampliación de los instrumentos financieros sometidos a la Directiva –productos estructurados–; la eliminación o, al menos, restricción del concepto de “sólo ejecución”; el endurecimiento de los criterios para la consideración de un instrumento como no complejos; una mayor protección a los clientes no minoristas; la aplicación del principio de ejecución óptima a un gran número de operaciones de negociación por cuenta propia; un mayor énfasis en la prevención y gestión de conflictos de interés –la transparencia con el cliente sobre un conflicto no entraría en esas dos categorías–; un refuerzo de las normas de protección de activos de clientes; etc.

Este escenario regulatorio supondrá, entre otras medidas, la revisión de la política de clasificación de clientes; la evaluación, en más ocasiones, de la conveniencia de servicios e instrumentos al perfil de cada cliente; la búsqueda de la ejecución óptima para más órdenes de clientes; la modificación de prácticas de retribución variable a la red por

comercialización de productos concretos; y la revisión de la política de protección de activos de clientes.

### **1.2. Nuevos desarrollos en el asesoramiento en materia de inversiones.**

Un primer aspecto que plantea la reforma es la independencia del asesoramiento. La Comisión Europea (CE) se está planteando que las entidades financieras tengan que informar al inversor si su asesoramiento es independiente o no. Si es independiente, la entidad debería valorar un número suficientemente amplio de instrumentos disponibles en el mercado –de diferentes proveedores– y no serían admisibles los incentivos cobrados de dichos proveedores. La posible exclusión de retrocesiones obligaría a establecer unos honorarios explícitos por la prestación del servicio de asesoramiento, hecho que en algunos países, como España, no es frecuente y cuya implantación, en general, se considera poco viable.

Las entidades financieras españolas tienen varias alternativas ante esta norma: primera, considerar que su asesoramiento no es independiente, lo cual tiene un indudable coste reputacional; segunda, considerar que no asesora, sino que siempre comercializa, lo que va en contra de las interpretaciones del supervisor español; y tercera, cobrar explícitamente por ese

servicio, al igual que puede cobrarse por la gestión de una cartera.

Un segundo tema que ha suscitado mucho debate es el del seguimiento de las recomendaciones efectuadas por una entidad, especialmente después de algunas sentencias judiciales. La CE propone varias medidas: por ejemplo, remisión al cliente de información sobre el valor de mercado de los instrumentos recomendados y actualización periódica de las recomendaciones formuladas.

¿Cuál es el futuro del asesoramiento? Parece irse definiendo un futuro en el que las entidades deberán diferenciar perfectamente entre asesoramiento y comercialización, y en el que el ámbito del asesoramiento deberá incrementarse progresivamente, pero no sólo por una presión regulatoria, sino porque así lo exigen los modelos de negocio basados en un mejor conocimiento del cliente.

**1.3. Mayor transparencia en fijación del precio de los servicios.** La regulación de los incentivos (*inducements*) pretende, entre otras cosas, añadir transparencia en la relación económica entre la entidad y el cliente. El cambio de la MiFID puede llevar a la prohibición de los incentivos en la gestión de carteras y en el asesoramiento independiente. Esto obligaría a las entidades a fijar con claridad el precio que cobrar por sus servicios a sus clientes, sabiendo que no van a existir vías para compensar un menor precio.

**1.4. La necesidad de gestionar eficientemente la relación con los clientes.** Las obligaciones de información a clientes se verán reforzadas con la reforma de la Directiva, –por ejemplo, sobre productos complejos diseñados especialmente para un cliente; sobre cualquier modificación sustancial en la situación de los instrumentos mantenidos en una entidad; sobre criterios de inversión con orientación ética o social; sobre la ejecución de órdenes de clientes,

incluidos los profesionales y las entidades gestoras de carteras y receptoras y transmisoras de órdenes; etc. También se refuerzan las obligaciones de información a los supervisores, por ejemplo, sobre las posiciones en derivados de clientes, –incluido su objetivo–.

Estas mayores obligaciones, y su consiguiente coste, obligarán a las entidades a valorar con la máxima precisión posible el coste de la prestación de determinados servicios y a su repercusión a los clientes, con un enfoque lo más individualizado posible. En los casos en que no resulte rentable la prestación de dichos servicios, habrá que plantearse su subcontratación u otra alternativa.

## **2. Medidas relativas a los mercados**

**2.1. Objetivos de la reforma.** La MiFID, según la CE, ha incrementado la competencia entre centros de ejecución, ha reducido los costes de la negociación y ha mejorado la eficiencia de la negociación de las acciones más líquidas. Sin embargo, también ha generado un incremento de la opacidad y de la fragmentación de la negociación, ampliándose las diferencias entre la negociación de las acciones líquidas y la de otras acciones (*midcaps* y acciones de las pequeñas y medianas empresas).

Por otra parte, en los últimos años se está produciendo un cambio significativo en la estructura de la negociación de los instrumentos financieros en Europa, con un peso cada vez mayor de la negociación *over the counter* (OTC) y sistemas multilaterales de negociación (MTF) con libros “oscuros” –es decir, sin transparencia previa–. Esta estructura de mercado plantea desafíos relevantes, ya que una parte muy significativa de la negociación es bilateral, *ad hoc*, no supervisada, sin transparencia previa y posterior, y sin reglas sobre el acceso al

sistema de ejecución y sobre su propio funcionamiento.

En este contexto, la reforma de la MiFID, en el ámbito de los mercados, tiene varios objetivos. En primer lugar, dar una respuesta regulatoria a los retos planteados por nuevas plataformas de negociación, especialmente dentro de los bancos, y nuevos desarrollos tecnológicos, que han hecho posible la negociación algorítmica –incluida la negociación de alta frecuencia–. De esta forma, se minimizan los posibles arbitrajes regulatorios entre centros de ejecución y entidades financieras. En segundo lugar, cumplir con el mandato del G20 para solucionar los problemas planteados por actividades financieras poco transparentes y poco reguladas, como es la negociación OTC. Un tercer objetivo es la mejora de la supervisión y la transparencia de los mercados de derivados de materias primas y, así, conseguir un funcionamiento más eficiente de estos mercados, especialmente cuando se usan para cobertura de riesgos. Un último objetivo busca reducir los errores en el *reporting* de las transacciones y corregir la falta de detalle en dicha información. La MiFID introdujo obligaciones de información de la negociación, pero se ha comprobado que eran poco precisas y que no se desarrollaron los mecanismos adecuados para garantizar una adecuada calidad de los datos.

**2.2.- La expansión de la regulación.** La reforma de la MiFID introducirá una nueva figura en la regulación: los sistemas organizados de negociación –multilaterales o bilaterales– diferentes de los definidos en la MiFID. Los sistemas internos de cruces de órdenes de clientes (*crossing networks*) entrarían en esta nueva modalidad de centro de ejecución. También entraría la negociación algorítmica, considerando a las entidades involucradas en dicha negociación que superen ciertos niveles cuantitativos como entidades de servicios de inversión, sujetas a autorización y supervisión

administrativa, así como a exigentes requisitos organizativos y sistemas de control internos. La respuesta regulatoria de la CE intenta minimizar los riesgos de este tipo de negociación –por ejemplo, algoritmos erróneos que causan fuertes impactos en los precios de los valores y algoritmos que lanzan un gran número de órdenes ante determinados sucesos en el mercado–.

**2.3. Un mayor control de los productos derivados.** En los últimos años hay una fuerte presión para mejorar la transparencia, estabilidad y supervisión de los mercados de derivados OTC. Esto pasa por una mayor negociación de derivados OTC estandarizados en mercados o plataformas electrónicas. La CE considera que habría que exigir que los derivados que sean susceptibles de ser compensados centralizadamente y que sean suficientemente líquidos, según los criterios que establezca la Autoridad

Europea de Valores y Mercados (ESMA), se negocien en mercados secundarios oficiales, en MTF o en una categoría específica de sistemas organizados de negociación.

**2.4. Más transparencia en la negociación.** Esta transparencia es fundamental para suministrar la información que necesitan los inversores para valorar las oportunidades existentes, para facilitar la formación de precios y para ayudar a las entidades a que consigan la ejecución óptima para sus clientes. Por otro lado, la transparencia posterior a la negociación es relevante para la valoración de carteras.

En los mercados de acciones, la CE va a intentar extender las obligaciones de transparencia anterior a la negociación a los libros de negociación y órdenes “oscuras” y a indicaciones de interés que

contengan la información necesaria para cruzarse en el mercado. Con respecto a la transparencia posterior a la negociación en los mercados de acciones, la CE pretende reducir los plazos para la publicación de la información requerida. Otra intención de la CE es ampliar, con las peculiaridades necesarias, el régimen de transparencia aplicable a las acciones a otros instrumentos similares a las acciones y a las acciones admitidas a negociación sólo en un MTF o en un sistema organizado de negociación.

Con respecto a los mercados de instrumentos diferentes a las acciones, tradicionalmente más opacos, la CE también considera necesario establecer un régimen de transparencia previa y posterior a la ejecución de una orden en un mercado secundario organizado, MTF, sistemas organizados de negociación u OTC, diferenciando los requisitos en función de la clase y del tipo de activo.



---

# 1. Introducción

En noviembre de 2007 entró en vigor la MiFID. Ésta, a lo largo de este informe, agrupará varias normas: la Directiva 2004/39/EC del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, de mercados de instrumentos financieros; la Directiva 2006/73/EC de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la anterior en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión; y el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

Cuando todavía no hace cuatro años desde la entrada en vigor de la Directiva, se ha iniciado el proceso para su reforma. En este informe nos centraremos en las primeras propuestas de reforma de la CE,

en concreto, en el Documento de Trabajo puesto a consulta el 8 de diciembre de 2010 sobre revisión de la MiFID. Tras la avalancha de respuestas recibidas, más de 4.000, es probable que algunas de estas propuestas se modifiquen, pero creemos que la mayoría aparecerán en un primer borrador de Directiva, cuya publicación es inminente. La actual crisis financiera y su impacto sobre los inversores van a favorecer la aprobación de medidas que hace sólo cuatro años no habrían alcanzado el consenso necesario.

Comenzaremos con una revisión de las novedades que podría aportar la reforma en el ámbito de la protección del inversor y en el del funcionamiento de los mercados. El último capítulo incluirá un repaso a las principales consecuencias de la reforma, en los términos en los que ha sido expuesta hasta el momento.

## ***2. MiFID 2: novedades en la protección del inversor***



## 2.1. Introducción

La reforma que está planteando la CE de la MiFID, en el ámbito de la protección del inversor, es de mucho calado. Resumiendo, la reforma supondría la ampliación de los productos sujetos a la MiFID; la modificación de los criterios de clasificación de clientes, con el objetivo de aumentar la protección de clientes profesionales e incluso de algunas contrapartes elegibles; la ampliación de los supuestos en los que habría que evaluar la conveniencia; el desarrollo del concepto de asesoramiento independiente y una mayor precisión del concepto de seguimiento del asesoramiento, a través de unas mayores obligaciones periódicas de información; el refuerzo de la información a clientes minoristas y profesionales sobre instrumentos complejos –podría extenderse a las contrapartes elegibles–; la ampliación de la transparencia de las entidades sobre los incentivos (*inducements*) y la posible prohibición en la gestión de carteras y en el asesoramiento independiente; la regulación de la responsabilidad civil de las entidades financieras para facilitar las reclamaciones de daños; una mayor atención a la calidad de la ejecución de órdenes y cierta presión sobre las entidades que crucen operaciones internamente y que utilicen sólo un centro de ejecución; la aplicación de las normas de conducta de la MiFID a la negociación por cuenta propia de las entidades, cuando presten cualquier otro servicio de inversión o auxiliar; una mayor independencia de las funciones de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna, así como una mayor involucración de los Consejos de Administración en sus trabajos; el

refuerzo de la protección de los clientes en los procesos de lanzamiento de nuevos productos y servicios, incluyendo la necesidad de que el personal de la entidad tenga los conocimientos para comprender las características y los riesgos de los productos; y unas mayores garantías para los clientes en lo relativo a la segregación de activos de clientes y operativa relacionada.

Por otra parte, la Directiva podría incorporar la homogenización “al alza” de las facultades de supervisión y sanción de las autoridades –se podría llegar a habilitar a la CE para que pueda prohibir la prestación de servicios o actividades de inversión en ciertos instrumentos financieros–; y el refuerzo de los requisitos de acceso al mercado europeo de entidades financieras y mercados de terceros países.

Es claro que, a las entidades, la reforma les va a suponer, por un lado, mayores obligaciones de información a clientes, y, por otro lado, un nuevo marco para la prestación de determinados servicios de inversión –principalmente, asesoramiento y gestión de carteras–. Esto les obligará a modificar prácticamente todas sus políticas y procedimientos MiFID –clasificación de clientes, incentivos, conveniencia e idoneidad, ejecución óptima, información a clientes, etc.–.

## 2.2. Ampliación del ámbito de aplicación de la Directiva

Con la reforma se podría ampliar la gama de instrumentos financieros a los que les resultaría aplicable la MiFID, siempre que reúnan una serie de requisitos: objetivo de inversión a largo plazo, producto estructurado y comercialización activa a inversores minoristas. La CE cita, en su documento de trabajo, como posible nuevo producto MiFID, los depósitos estructurados –en la actualidad, por vía interpretativa, sólo se considera que dichos depósitos están sujetos a la

Directiva cuando se instrumentan a través de un valor negociable o cuando el depósito no tiene garantizado el principal–.

La CE aborda un tema que no está bien cerrado en la MiFID: la comercialización de instrumentos financieros emitidos por la propia entidad financiera, sin que exista asesoramiento. Para zanjar el debate, la CE podría proponer la modificación de la definición del servicio de ejecución de órdenes por cuenta de clientes para que incluya claramente el supuesto que nos ocupa.

Otra cuestión que ha suscitado dudas en algunos países es la aplicación de las normas de conducta de la MiFID cuando una entidad financiera distribuye instrumentos financieros a clientes y, al mismo tiempo, está actuando por cuenta de la empresa emisora. Aunque en muchos países no hay duda sobre este tema, la nueva Directiva será aún más precisa.

## 2.3. Normas de conducta

La aplicación de las normas de conducta de la MiFID se gradúa en función del tipo de cliente o del servicio prestado. Pues bien, la reforma que se está planteando puede suponer novedades importantes.

El servicio de “sólo ejecución” supone comercializar instrumentos financieros (no complejos) sin necesidad de que se verifique su conveniencia para un cliente determinado. La CE se está planteando dos alternativas: primera, restringir la definición de instrumento no complejo –las acciones tendrían que estar negociándose en un mercado regulado o plataforma multilateral; los bonos deberían negociarse en un mercado regulado y no podrían incorporar un derivado u otras estructuras que dificulten la comprensión del producto; los instrumentos del mercado monetario no podrían tener incorporado un derivado u otras estructuras; y las UCITS

no podrían ser el resultado de técnicas de gestión de carteras complejas– y no considerar que el servicio es de “sólo ejecución” cuando la entidad concede un crédito al cliente para llevar a cabo la operación. Segunda, eliminar directamente el concepto de “sólo ejecución”. En las dos alternativas este cambio es muy significativo, ya que se ampliarían extraordinariamente los supuestos en los que habría que evaluar la conveniencia.

El servicio de **asesoramiento en materia de inversión** fue una novedad de la MiFID. Dado el escaso contenido de su regulación, la CE se está planteando varias novedades. Primero, las entidades podrían tener que informar al inversor acerca de si su asesoramiento es independiente. En este caso, la entidad podría tener que valorar un número suficientemente amplio de instrumentos disponibles en el mercado –de diferentes proveedores– y no serían admisibles los incentivos de dichos proveedores. Segundo, las obligaciones de información al inversor se reforzarían –habría que explicar por qué se recomiendan ciertos instrumentos y cómo éstos se adecúan a su perfil inversor–. Tercero, se podría precisar el concepto de seguimiento del asesoramiento –posible obligatoriedad de la remisión periódica de información al cliente sobre el valor de mercado de los instrumentos recomendados, de la actualización de la información disponible sobre el cliente y de la actualización periódica de las recomendaciones formuladas–. En este terreno, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha introducido recientemente los conceptos de asesoramiento puntual y recurrente, pero, por el momento, la CE no introduce dichos conceptos. Cuarto, el asesoramiento se podría prestar por Internet.

La **información a clientes minoristas y profesionales** sobre instrumentos complejos también podría verse

reforzada. En concreto, para productos especialmente diseñados para un cliente, la CE está pensando en hacer obligatorio el suministro de la siguiente información: antes de la transacción, un perfil de la rentabilidad y el riesgo del producto en diferentes circunstancias del mercado; durante la vida del producto, valoración independiente trimestral de estos productos; y para productos estructurados, información trimestral sobre la evolución de los activos subyacentes. Asimismo, la CE podría proponer que las entidades que mantengan instrumentos financieros de clientes informen puntualmente a éstos de cualquier modificación sustancial en la situación de esos instrumentos. Esta obligación podría extenderse a los clientes que son contrapartes elegibles. Por último, también podría exigirse que las entidades informen a los clientes de criterios de inversión con orientación ética o social.

La escueta regulación sobre los **incentivos** (*inducements*) incluida en la MiFID podría también ampliarse. En concreto, podrían introducirse los siguientes cambios: eliminación de la posibilidad de suministro de información resumida *ex ante* de los incentivos –se mantendría la información detallada–; obligación de la información *ex post*, especialmente cuando previamente sólo se ha informado de los métodos de cálculo de los incentivos; clarificación del criterio de “mejora de la calidad del servicio al cliente” a la hora de valorar si el incentivo está permitido o no –por ejemplo, considerando el posible asesoramiento recurrente que le suministre la entidad al cliente–; y prohibición de los incentivos en la gestión de carteras y en el asesoramiento independiente.

En el supuesto de suministro de **servicios a clientes no minoristas**, la CE también se está planteando cambios, que parten de la evidencia de que la clasificación actual de clientes no tiene en cuenta las



diferencias entre clientes de una misma categoría en función de su mayor o menor tamaño y de su diferente experiencia en algunos instrumentos financieros. Estos cambios podrían significar una mayor protección de las normas de conducta a las contrapartes elegibles, por ejemplo, en transacciones de productos complejos; mayores restricciones para la aplicación del régimen de contraparte elegible, por ejemplo, a las instituciones financieras pequeñas o no familiarizadas en los mercados de valores; la eliminación del supuesto legal de que los clientes profesionales tienen siempre experiencia y conocimientos en la evaluación de la idoneidad o conveniencia; y la exclusión de los ayuntamientos de las categorías de contrapartes elegibles y clientes profesionales *per se*.

La CE considera necesario regular la **responsabilidad civil de las entidades financieras** que prestan servicios de

inversión, lo que podría facilitar las reclamaciones de daños por el incumplimiento de las normas incluidas en la MiFID, especialmente obligaciones de información, evaluación de la idoneidad y conveniencia, ejecución óptima y gestión de órdenes de clientes.

Sobre la **ejecución óptima** de órdenes, la reforma podría exigir que los centros de ejecución generen información sobre la calidad de dicha ejecución; que las entidades mejoren la información suministrada a los clientes –incluidos los profesionales y las entidades gestoras de carteras y receptoras y transmisoras de órdenes– para que les permita comprobar si la ejecución de sus órdenes es óptima; que las políticas de ejecución diferencien entre tipos de instrumentos, clientes y órdenes; y que las entidades que crucen operaciones internamente y que utilicen sólo un centro de ejecución informen y expliquen cómo consiguen la ejecución óptima para sus clientes.

Sobre la aplicación o no de las normas de conducta de la MiFID a la **negociación por cuenta propia** de las entidades, ha habido mucho debate en Europa. La CE intentará aclarar que la citada exención no se aplicaría si la entidad que negocia por cuenta propia presta cualquier otro servicio de inversión o auxiliar e incluso si sólo negociara por cuenta propia, la entidad ejecuta órdenes de clientes contra sus propias posiciones –incluyendo operaciones casadas entre dos clientes en las que se interpone dicha entidad–. La no exención supondría la aplicación del principio de ejecución óptima a estas operaciones.

#### **2.4. Requisitos organizativos de las entidades**

Un primer cambio podría producirse en los requisitos de **honorabilidad e idoneidad** exigida a las personas que efectivamente dirigen el negocio de una



entidad. La CE podría proponer que esos requisitos fueran cumplidos por todos los miembros del Consejo de Administración, sean ejecutivos o no. Para evaluar la citada idoneidad, la CE menciona expresamente la necesidad de conocer la dedicación de los consejeros no ejecutivos.

La CE también considera necesaria una mayor involucración del Consejo de Administración en el desarrollo de las funciones de **cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna**. En concreto, estas funciones deberían poder informar directamente a dicho órgano y éste debería aprobar previamente la sustitución de los responsables de dichas funciones –decisión que habría que notificar al supervisor–. Asimismo, la CE considera necesaria la participación activa de la función de cumplimiento en los procedimientos establecidos por la entidad para gestionar las reclamaciones de los clientes. Los resultados de dicha gestión, así como cualquier propuesta de mejora, deberían ser incluidos en el informe periódico de la función de cumplimiento.

Con respecto al **lanzamiento de productos y servicios**, podrían introducirse varias modificaciones, siempre para reforzar la protección de los clientes: las entidades deberían valorar la adecuación de los nuevos productos y servicios a las características y necesidades de los clientes a los que se serán ofrecidos; la función de cumplimiento debería reforzar su control sobre los procedimientos establecidos en el ámbito de las normas de conducta para asegurar el cumplimiento efectivo de dichas normas, incluyendo estos aspectos en sus informes periódicos de cumplimiento; los riesgos generados por el lanzamiento de nuevos productos y servicios deberían ser adecuadamente gestionados; las entidades tendrían que revisar periódicamente la distribución y el comportamiento de sus productos y servicios; debe asegurarse de que el

personal de la entidad tiene los suficientes conocimientos como para comprender las características y los riesgos de los productos y servicios ofrecidos; y el Consejo de Administración u órgano en el que delegue deberá ejercitar un control efectivo sobre el lanzamiento de nuevos productos y servicios.

En el ámbito de la **gestión de carteras**, la CE está pensando en exigir a las entidades gestoras que formalicen y conserven sus estrategias de inversión para las carteras de sus clientes –estas estrategias deberían ser consistentes en el tiempo–. Asimismo, la alta dirección de la entidad debería aprobar y revisar periódicamente las políticas, los procedimientos y los sistemas utilizados para gestionar dichas carteras y controlar dicha gestión.

Sobre **conflictos de interés**, la CE considera que hay normas suficientes, aunque cree que algunos conceptos clave deberían ser clarificados: por ejemplo, la transparencia al cliente tendría que ser un mecanismo al que recurrir en última instancia, ya que los conflictos hay que prevenirlos y gestionarlos. La CE pone como ejemplo de incumplimiento de las normas sobre conflictos de interés el establecimiento de incentivos a la red de ventas por la venta de productos concretos.

La CE también presta interés a la **segregación de activos** de clientes. En concreto, podría proponer que resulten aplicables las normas de protección de activos cuando la propiedad de fondos e instrumentos financieros ha sido transferida a una entidad financiera para cubrir obligaciones de un cliente minorista. En el caso de clientes profesionales y contrapartes elegibles, su posición no es tan clara, excepto en la obligación de informar a esos clientes de los riesgos de dicha operativa. Asimismo, en el caso de préstamos de valores utilizando instrumentos de clientes –con

su consentimiento expreso–, la CE podría proponer que el prestatario otorgue una garantía suficiente y que la entidad prestamista efectúe un riguroso seguimiento de dicha garantía. Por otro lado, la obligación de informar claramente a los clientes minoristas de los riesgos del uso de sus instrumentos financieros, podría extenderse a todas las categorías de clientes. Por último, en el caso de sociedades y agencias de valores, se podría exigir una mayor diversificación en la colocación instrumental de los fondos de sus clientes en entidades de crédito.

Con respecto al **aseguramiento y la colocación de emisiones**, la CE se plantea la necesidad de detallar requisitos organizativos para las diferentes fases del proceso de aseguramiento –contactos preliminares con los emisores, sindicación, fijación del precio de los valores, etc.–; establecer reglas para la distribución de los valores entre los inversores –criterios de distribución, mantenimiento de archivos, etc.–; y fijar mecanismos para prevenir y gestionar los conflictos de interés típicos de estas operaciones.

## **2.5. Una mayor convergencia en la regulación y supervisión**

La CE plantea la necesidad de unas prácticas regulatorias y supervisoras más homogéneas en la Unión Europea en diversos ámbitos. El primero es en el de los **agentes vinculados**. La CE considera que la posibilidad que ahora existe de que los agentes manejen dinero e instrumentos financieros de los clientes debería ser eliminada. Asimismo, los agentes vinculados establecidos en otra jurisdicción deberían ser tratados como una sucursal, aunque la entidad financiera ya opere en dicha jurisdicción a través de una sucursal. Por último, tendría que ser obligatoria la comunicación de la identidad de los agentes vinculados a las autoridades del país de acogida, cuando una entidad

financiera quiera prestar servicios de inversión a través de un agente.

La actual discrepancia entre países en lo relativo a **grabación de órdenes de clientes** –por teléfono y comunicaciones electrónicas– también debería desaparecer, según la CE. La grabación podría ser obligatoria para los servicios de recepción y transmisión de órdenes, de ejecución de dichas órdenes y de negociación por cuenta propia sobre todos los instrumentos financieros. Esta obligación podría extenderse a la gestión discrecional de carteras.

La homogenización también debería llegar a las **facultades de supervisión y sanción** de las autoridades, en ambos casos, acercándolas a las de los países más exigentes. De esta forma, la CE considera que la aplicación práctica de las medidas legales se reforzaría y que el actual arbitraje regulatorio disminuiría sustancialmente. Cabe destacar la mención que hace la CE a mecanismos de denuncias anónimas para facilitar la comunicación de incumplimientos a las autoridades, pudiéndose, cuando

proceda, reducir o no aplicar sanciones a los denunciantes.

El refuerzo de las facultades de supervisión podría llegar a habilitar a la CE para que pueda prohibir la prestación de servicios o actividades de inversión en ciertos instrumentos financieros. El proceso de prohibición podría desencadenarse ante preocupaciones significativas por la protección del inversor o cuando un producto o actividad amenace el funcionamiento y la integridad de los mercados o la estabilidad de todo o parte del sistema financiero. Por otra parte, los reguladores nacionales podrían prohibir temporalmente o restringir la comercialización o distribución de un producto por una o más entidades financieras o la provisión de un servicio o actividad, ante amenazas serias a la estabilidad financiera de un país o de la Unión Europea –esta disposición podría afectar a derivados OTC que deban liquidarse, por el riesgo sistémico que suponen, en cámaras de contrapartida central y ninguna ofrezca ese servicio para esos derivados–. La CE también considera que debería haber un

mecanismo europeo para que pueda acordarse dicha prohibición, si una autoridad nacional no adopta esa medida.

La CE dedica un apartado especial al refuerzo de la supervisión de las posiciones en derivados. En concreto, las autoridades deben tener facultades para exigir toda la información necesaria sobre dichas posiciones –incluido su objetivo–, así como para reducir su tamaño –por razones de funcionamiento de los mercados, protección del inversor o integridad del mercado– y para establecer límites *ex ante* a dichas posiciones.

La CE también piensa que la crisis financiera ha hecho necesario reforzar los requisitos de **acceso al mercado europeo de entidades financieras y mercados de terceros países**. El objetivo sería garantizar el acceso a las entidades y los mercados con una regulación equivalente a la europea, especialmente en lo referente a protección al inversor, es decir –requisitos de información, conveniencia e idoneidad, ejecución óptima, gestión de órdenes y segregación de activos de clientes–.

A stack of four books is positioned on the right side of the image. The books have spines of different colors: blue, orange, white, and white. The background shows a blurred bookshelf with many books, suggesting a library or study environment. The lighting is soft and focused on the stack of books.

### *3. MiFID 2: novedades en la regulación de los mercados*

### 3.1. Introducción

La reforma de la MiFID también va a extenderse al funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros. La MiFID está muy centrada en los mercados de acciones y, dentro de dichos mercados, en los secundarios oficiales. Según la CE, el desarrollo de fórmulas alternativas de negociación, los avances tecnológicos en este campo y la necesidad de canalizar más operativa *over-the-counter* (OTC) a centros de ejecución multilaterales, hacen necesaria la reforma de la Directiva. Más concretamente, la reforma supondrá la adaptación a los nuevos desarrollos en los mercados de instrumentos financieros, ampliando la definición de admisión a negociación y las categorías de centros de ejecución de órdenes; regulando los sistemas internos de cruce de órdenes de clientes; procurando la estandarización y compensación multilateral de los derivados OTC; regulando la negociación algorítmica; flexibilizando la regulación de los internalizadores sistemáticos; reduciendo la diferencia de trato entre mercados secundarios organizados y MTF; y favoreciendo la creación de mercados especializados para pequeñas y medianas empresas.

Asimismo, la CE considera necesario incrementar la transparencia anterior y posterior a la negociación, tanto en los mercados de acciones como en los de otros instrumentos, facilitando la consolidación de los datos suministrados por los mercados –mejorando su calidad, consistencia e integración–, algo fundamental en un entorno de ejecución de órdenes más fragmentado y con mayor competencia entre operadores, justo el objetivo que buscaba la MiFID. La

reforma también supondrá un mayor control de los mercados de derivados sobre materias primas y una mejora de las comunicaciones de transacciones a las autoridades.

La reforma buscará también un refuerzo de la protección del inversor y de la supervisión de dichos mercados. Si todos estos cambios van adelante, la CE considera que los mercados serán más eficientes y líquidos.

### 3.2. Nuevos desarrollos en los mercados de instrumentos financieros

Como cada vez hay más instrumentos admitidos a negociación en MTF y otros sistemas organizados de negociación –multilaterales o bilaterales– diferentes de los definidas en la MiFID, la CE sugiere **ampliar la definición del concepto de admisión a negociación**, –para incluir las decisiones tomadas por dichos sistemas– y **las categorías de centros de ejecución de órdenes** incluidos en la Directiva –mercados secundarios oficiales, MTF e internalizadores sistemáticos–. Esto supone que la gestión de los nuevos sistemas organizados de negociación incluidos en la MiFID será un servicio de inversión y su prestación estará sujeta a autorización administrativa.

La CE da algunos ejemplos de los nuevos sistemas de ejecución que quedarían regulados por la MiFID: sistemas de ejecución de órdenes –incluidas las electrónicas– de terceros y de órdenes entre sociedades de valores –es decir, intermediarios que pueden operar por cuenta propia–. Quedarían excluidos los sistemas o herramientas usados para canalizar o ejecutar órdenes en un centro de negociación externo y la negociación OTC pura –definida por la CE como una negociación bilateral *ad hoc* y no bajo cualquier modalidad organizada–. Estas nuevas plataformas tendrán que publicar requisitos claros de acceso; deberán tener operativos sistemas que permitan la

identificación de prácticas de abuso de mercado; tendrán que tener implantados planes y procedimientos de contingencia; etc.

La CE también expone la mayor presencia de **sistemas internos de cruce de órdenes de clientes** en todo tipo de instrumentos financieros –en ocasiones, con la posibilidad de que la entidad que gestiona el sistema dé contrapartida a esas órdenes–. Estos sistemas híbridos –entre un MTF y la asistencia en la ejecución de órdenes de clientes– tienen el inconveniente, según la CE, de no estar regulados como mercados, a menos que sean un MTF. Por todo ello, la CE clarificará si, en el caso de que las órdenes no sean introducidas exclusivamente en el sistema por su operador, dicho sistema debe ser considerado un MTF. Asimismo, si el intermediario financiero ejecuta órdenes de clientes contra su cartera propia en un sistema interno de cruce de órdenes, debería ser aplicable la regulación de los internalizadores sistemáticos. La CE reconoce que habrá que aplicar con flexibilidad a estos sistemas los requisitos de difusión de información sobre transacciones –debiendo especificar las transacciones ejecutadas en el sistema– y de transparencia tras la negociación –información agregada al final de cada día sobre el número, valor y volumen de operaciones ejecutadas en el sistema–.

En los últimos años hay una fuerte presión para mejorar la transparencia, estabilidad y supervisión de los **mercados de derivados OTC**. Esto pasa por una mayor negociación de derivados OTC estandarizados en mercados o plataformas electrónicas. La CE considera que habrá que exigir que los derivados susceptibles de ser compensados centralizadamente y que sean suficientemente líquidos, sean negociados en mercados secundarios oficiales, en MTF o en una categoría específica de sistemas organizados de negociación. Se antoja una tarea ardua.

Otro tema candente es el de la **negociación algorítmica**, entendida como el uso de *software* para introducir órdenes de compra y venta de valores, decidiendo el algoritmo informático los aspectos fundamentales de la orden: precio, volumen y momento de la ejecución. Dentro del amplio debate sobre los efectos de este tipo de negociación sobre la liquidez de los valores y la volatilidad de los mercados, la CE considera que parece indudable que la negociación algorítmica puede impedir el funcionamiento ordenado de los mercados en determinadas circunstancias –lanzamiento de numerosas órdenes–, si el intermediario que usa estos algoritmos tiene acceso directo al mercado o accede a través de otro intermediario. Por ello, la CE propondría definir en la Directiva el concepto de negociación algorítmica, siendo la negociación de alta frecuencia una subcategoría de la anterior; considerar a las entidades involucradas en la negociación de alta frecuencia que superen ciertos niveles cuantitativos como entidades de servicios de inversión, sujetas a autorización y supervisión administrativa; y reforzar algunos requisitos organizativos para estos operadores –controles de riesgo muy estrictos, comunicación a su supervisor del algoritmo que estén utilizando, etc.–. Por otro lado, se podría exigir a estas entidades que se comprometan, si un operador ejecuta un número significativo de transacciones sobre un instrumento, a seguir suministrando liquidez en ese instrumento como si fueran creadores de mercado. Además, deberían mantener las órdenes vivas durante un período mínimo de tiempo antes de su cancelación.

La CE también ha analizado la eficacia de la regulación de los **internalizadores sistemáticos** introducidos en la MiFID. Dado el escaso número de operadores registrados, considera que es precisa una modificación de su régimen legal. Entre otras medidas, la CE menciona la



obligación para dichos operadores de mantener cotizaciones de compra y venta, así como un mínimo tamaño de su cotización. Asimismo, si un internalizador sistemático hace uso de la exención de la obligación de identificarse en la información difundida tras la negociación, tendrá que publicar mensualmente información sobre dicha negociación. No queda claro que con esta reforma se vaya a revitalizar esta figura.

La **diferencia de trato entre mercados secundarios organizados y MTF** también ha sido estudiada por la CE. Su conclusión es que deberían alinearse los requisitos organizativos de los MTF con los de los mercados secundarios organizados y, así, negocios similares deberían estar sujetos a unos requisitos organizativos y una supervisión equivalentes. Asimismo, los centros de ejecución que negocien los mismos instrumentos financieros deberían reforzar su cooperación e intercambio de información para poder identificar y evitar prácticas irregulares, entre ellas de abuso de mercado, que pueden tener lugar al negociarse en diferentes centros. En este apartado se plantea la necesidad de coordinar, desde un punto de vista organizativo y tecnológico, la suspensión de cotización en mercados organizados, MTF, internalizadores, etc.

La crisis de financiación que viven las economías europeas ha inducido a la CE a considerar que los mercados secundarios organizados y MTF deberían poder crear mercados especializados para pequeñas y medianas empresas. Para facilitar la creación de estos mercados, se introducirán en la Directiva unos requisitos tanto para los operadores de dichos mercados –requisitos organizativos y técnicos, compensación y liquidación de las órdenes, sistemas de supervisión, requisitos de transparencia anterior y posterior a la negociación, etc.- como para las empresas que coticen –condiciones de admisión, informe anual auditado, etc.–.

### **3.3. Más transparencia anterior y posterior a la negociación**

Con respecto a los **mercados de acciones**, las obligaciones de **transparencia anterior a la negociación**, aplicables a mercados secundarios organizados, MTF e internalizadores sistemáticos, se refieren a la publicación, en tiempo real, de precios y órdenes corrientes. El desarrollo de la negociación electrónica ha favorecido la aparición de libros de negociación y órdenes “oscuras” – órdenes electrónicas ejecutadas automáticamente o negociación algorítmica– sin transparencia previa a la negociación– más allá del régimen razonable de exenciones a las obligaciones de transparencia – básicamente, para evitar información engañosa o poco útil para la formación de precios–. La CE considera necesario aplicar coherente y consistentemente dichas exenciones y dar un papel a ESMA en su seguimiento para así conseguir una aplicación homogénea en todos los países. Asimismo, la CE precisará que una indicación de interés que contenga la información necesaria para cruzarse en el mercado deba ser tratada como un orden, a efectos de las obligaciones de transparencia anteriores a la negociación, y que las partes no ejecutadas de una orden de gran tamaño dejen de ser “oscuras”, si no se llega a los umbrales que permiten la exención de las obligaciones de información.

**La transparencia posterior a la negociación**, en los mercados de acciones, se refiere a la obligación de difundir información de carácter público cada vez que se concluya una transacción. En ese punto, la CE recoge la preocupación expresada por participantes en los mercados sobre el momento de dicha publicación, especialmente en el caso de grandes órdenes sobre acciones poco líquidas, y propondrá una reducción de los plazos para la publicación de la

información requerida en todos los tipos de transacciones.

Otra intención de la CE es ampliar, con las peculiaridades necesarias, el régimen de **transparencia** aplicable a las acciones a **otros instrumentos similares a las mismas** –certificados de títulos depositados en custodia, fondos cotizados y otros certificados emitidos por empresas– admitidos a negociación en mercados secundarios organizados. También parece necesario, según la CE, extender dicho régimen de transparencia a las **acciones admitidas a negociación sólo en un MTF o en un sistema organizado de negociación**.

Con respecto a los **mercados de instrumentos diferentes a las acciones**, tradicionalmente más opacos, la CE también considera necesario establecer un régimen de transparencia previa y posterior a la ejecución de una orden en un mercado secundario organizado, MTF, sistemas organizados de negociación u OTC, diferenciando los requisitos en función de la clase y el tipo de activo. Estos requisitos se aplicarían a: bonos y productos estructurados con folleto o admitidos a negociación en un mercado secundario organizado o MTF, y derivados que pueden ser compensados centralizadamente. La transparencia previa se concretaría en la obligación de difundir de forma continua la información pública relevante sobre precios y volúmenes. Para operaciones OTC, las cotizaciones ofrecidas por una entidad deberían reflejar valores actuales de mercado – instrumentos similares negociados en mercados secundarios organizados, MTF o sistemas organizados de negociación- y deberían obligar a la entidad para órdenes de determinado tamaño. La Directiva también establecería los umbrales y plazos para la publicación de la información posterior a la ejecución –precio, volumen, hora de la negociación, etc.–, en función de la clase y del tipo de instrumento.

También sobre las operaciones OTC, la CE considera necesario una mejor información posterior a la ejecución –en la actualidad, están sujetas, además, a las normas sobre conflictos de interés y normas de conducta de la MiFID–.

### **3.4. Mayor calidad, consistencia e integración de los datos**

Aunque la consolidación de datos se refiere básicamente a los mercados de acciones, al ampliarse las obligaciones de transparencia posterior a la ejecución a instrumentos financieros diferentes de las acciones, la CE considera que, con las necesarias adaptaciones, la citada **consolidación también debe ampliarse a los mercados de instrumentos diferentes de las acciones.**

Un primer grupo de medidas propuestas por la CE se refiere a la **mejora de la calidad de los datos de base y a la consistencia del formato en el que se suministran.** Esto pasa por exigir a todas las entidades que ejecutan transacciones que difundan la información pública relativa a la negociación a través de un “acuerdo de publicación autorizado” (APA). Un APA puede ser un mercado, un MTF, un sistema organizado de negociación u otra entidad; tiene que ser autorizado por una autoridad competente nacional; y debe permitir una mejora de la calidad y del formato de la información sobre la negociación –debe asegurar un alto nivel de seguridad de los datos, un acceso rápido, a un coste razonable y sin discriminaciones, una identificación ágil de los errores en los informes, y una gestión adecuada de los conflictos de interés–.

Otro tema que preocupa a la CE es el **coste de la información posterior a la negociación para los inversores.** La CE considera que la información anterior y posterior a la negociación debe ser vendida de forma desagregada; que los datos han de estar disponibles gratuitamente cuando hayan transcurrido 15 minutos desde su publicación inicial; y que la Directiva debe precisar qué se considera un coste “razonable” para la difusión de los datos.

Por último, la CE considera necesario desarrollar un **sistema consolidado europeo** para la difusión de la información básica de las transacciones en los mercados. De esta forma, los participantes en los mercados tendrían un único punto de acceso a la información posterior a la negociación de un instrumento –en



diferentes centros de ejecución y OTC– en Europa. Los detalles de este sistema consolidado dependerán de la opción que se elija para dicho sistema: podría ser un único operador, sin ánimo de lucro y establecido y nombrado por una decisión legal –modelo norteamericano–, que recibiría, en un formato preestablecido, los datos de plataformas y APA, y los difundiría, tras la consolidación, en una forma no discriminatoria y a un coste razonable; podría ser un único operador comercial, elegido por concurso público por la CE; y podría haber varios proveedores autorizados que competirían, cumpliendo una serie de requisitos. Este formato consolidado, según la CE, no alcanzaría, por el momento, a los datos anteriores a la ejecución.

### **3.5. Mayor control de los mercados de derivados sobre materias primas**

Los supervisores obtienen información sobre las posiciones en los derivados sobre materias primas de diferente forma. Por otro lado, el detalle de la información disponible no permite a los supervisores tener un cuadro objetivo y completo de las actividades de los diferentes tipos de intermediarios –financieros y comerciales–. Por tanto, la CE considera necesario establecer un **informe obligatorio de posiciones** por categorías de intermediarios y para los contratos negociados en todos los centros de ejecución organizados europeos que admitan a negociación dichos derivados. Hay varias alternativas para estos informes: que se refieran a entidades financieras obligadas a informar de los clientes en cuyo nombre operan, incluyendo, si la regulación lo requiere, los clientes finales –los operadores comerciales serían los que no son entidades financieras reguladas–; que las posiciones se distingan en función de su clasificación contable como de cobertura o no; y que sean una combinación de las dos citadas –recogiendo el tipo de cliente y el objeto de la transacción–.

La CE considera que la experiencia norteamericana obliga a modificar la Directiva para requerir a los mercados secundarios organizados, MTF y sistemas organizados de negociación que diseñen **contratos de derivados sobre materias primas**, que sean susceptibles de ser admitidos a negociación y que puedan ser compensados físicamente en una forma que se asegure la convergencia entre los precios al contado y los de los futuros.

La MiFID permite una serie de exenciones en su ámbito de aplicación –negociación por cuenta propia o suministro de otros servicios de inversión, relativos a derivados sobre materias primas, siempre que se presten de forma auxiliar a otro negocio principal y no se trate de una filial de un grupo financiero–, pero, según algunos reguladores, la no aplicación de la Directiva, cuando en estos mercados participan clientes no sofisticados, no deja de plantear riesgos. Por tanto, la CE considera que hay que **restringir y limitar el régimen de exenciones** establecido en la MiFID.

Según la CE, una mayor **transparencia** de los mercados con los reguladores, con respecto a **transacciones de miembros no regulados**, ayudará a identificar la aparición de cualquier riesgo sistémico y a combatir el abuso de mercado. En el caso de operativa OTC, la CE también propondrá que una entidad no financiera pueda ser obligada a informar sobre sus transacciones a un almacén o repositorio especializado, si el tamaño de sus posiciones en derivados supera cierto umbral.

Si se cumplen ciertos requisitos, un **contrato de derivados sobre materias primas OTC** que pueda ser liquidado físicamente, puede ser considerado como un **instrumento financiero**. Si la entrega física tiene lugar después de más de dos días de negociación o después del período generalmente aceptado en el mercado como de entrega estándar,

estamos ante un instrumento financiero, si se cumplen los requisitos siguientes: que se negocie o sea equivalente a un contrato que se negocie en un mercado secundario organizado, MTF o similar; que sea compensado por una cámara de contrapartida central o esté sujeto al pago de márgenes; y que sea un contrato estandarizado en términos de precio, lote, fecha de entrega, etc. Pues bien, la CE considera que podría eliminarse el segundo de los requisitos mencionados para ser considerado otro instrumento financiero.

Por último, la MiFID no clasifica los **derechos de emisión** como instrumentos financieros, pero los derivados sobre dichos derechos sí son considerados como instrumentos financieros, al igual que los derivados sobre materias primas. Esta contradicción va a ser analizada por la CE y, por el momento, no propondrá nada concreto.

### **3.6. Nuevos requisitos en las comunicaciones de transacciones a las autoridades**

Para asegurar que las comunicaciones de transacciones recogen todas las relevantes para la Directiva de Abuso de Mercado, hay que introducir en el **ámbito de dichas comunicaciones** los siguientes cambios: ampliación a todas las transacciones en instrumentos financieros que estén admitidos a negociación o sean negociados en un MTF o en un sistema organizado de negociación, o que estén relacionados con el riesgo de crédito del emisor de esos instrumentos; aplicación de la norma a todos los instrumentos financieros cuyo valor esté correlacionado con el valor de un instrumento financiero negociado en un mercado secundario organizado, MTF o sistema organizado de negociación; ampliación de las comunicaciones a los certificados de títulos depositados en custodia relacionados con un instrumento financiero admitido a

negociación o negociado en un mercado secundario organizado, MTF o sistema organizado de negociación; ampliación a los derivados sobre materias primas que no estén admitidos a negociación o se negocien en mercados secundarios organizados, MTF o sistemas organizados de negociación; acceso, en las comunicaciones, a empresas no autorizadas como entidades financieras, por parte de los mercados secundarios organizados, MTF y sistemas organizados de negociación; y almacenamiento de los datos relativos a las transacciones, por los mercados secundarios organizados, MTF y sistemas organizados de negociación, en una forma accesible para los supervisores durante un período mínimo de cinco años.

Con respecto al **contenido de las comunicaciones**, también son necesarios algunos cambios: aclaración de que, a efectos de dichas comunicaciones, éstas incluyen cualquier acuerdo concluido con una contraparte para comprar o vender uno o más instrumentos financieros; obligación, para las entidades receptoras y transmisoras de órdenes y, en general, de todas aquellas que no ejecutan dichas órdenes, de comunicar los detalles de dichas órdenes a la entidad que intermedie en la ejecución –que ejecute la orden o esté más próxima en la cadena de ejecución-; inclusión en los informes de un “identificador” del cliente final -el que ha tomado la decisión de inversión-, a través de la cadena de transmisión de órdenes hasta su ejecución final; establecimiento de un formato y contenido común europeo para estas comunicaciones, incluyendo el modelo de

comunicación, la identificación del instrumento negociado, fecha y hora, precio al que tuvo lugar la transacción, identificación de las partes que informan, identificación del cliente, formato técnico de la transmisión, forma de transmisión, etc.

Los **canales de transmisión de la información** plantean, según la CE, algunos problemas. El primero aparece cuando las entidades financieras tienen que comunicar información a varias autoridades y éstas tienen que intercambiar dicha información. Sobre este punto, la CE considera que hay que hacer posible el envío de las comunicaciones a un repositorio europeo, al que podrán acceder las autoridades competentes. Otro problema se refiere a la escasa regulación de las entidades no financieras que actúan como canales de transmisión de información. La CE propondrá que las entidades que informen en nombre de las empresas de servicios de inversión sean autorizadas como “mecanismos de transmisión de información autorizados”. Por último, las nuevas obligaciones de transparencia sobre la negociación en derivados podrían conducir a un solapamiento de obligaciones para las entidades financieras. La CE propondrá la exoneración de las obligaciones de transmisión de información sobre operaciones de derivados OTC establecidas en la MiFID a las entidades financieras que ya hayan comunicado dicha información a un almacén de transacciones o autoridad competente, siguiendo las obligaciones recientemente acordadas.

---

## ***4. Algunas consecuencias de la reforma***



## **4.1. Medidas de protección del inversor**

### **4.1.1. Más MiFID o una mayor protección del inversor**

Las entidades deben asumir que el paradigma regulatorio en el que se van a mover es el de una mayor protección del inversor y, en general, de los clientes. La reforma de la MiFID va a suponer la ampliación de los instrumentos financieros sometidos a la Directiva –productos estructurados–; la eliminación o, al menos, restricción del concepto de “sólo ejecución”; el endurecimiento de los criterios para la consideración de un instrumento como no complejos; una mayor protección a los clientes no minoristas; la aplicación del principio de ejecución óptima a un gran número de operaciones de negociación por cuenta propia; un mayor énfasis en la prevención y gestión de conflictos de interés –la transparencia con el cliente sobre un conflicto no entraría en esas dos categorías–; un refuerzo de las normas de protección de activos de clientes; etc.

Este escenario regulatorio supondrá, entre otras medidas, la revisión de la política de clasificación de clientes; la evaluación, en más ocasiones, de la conveniencia de servicios e instrumentos al perfil de cada cliente; la búsqueda de la ejecución óptima para más órdenes de clientes; la modificación de prácticas de retribución variable a la red por comercialización de productos concretos;

y la revisión de la política de protección de activos de clientes.

Ante este escenario caben, básicamente, dos alternativas. La primera, defensiva, que consistiría en un cumplimiento formal y de mínimos. Esta reacción supondría asumir un indudable riesgo regulatorio, ya que el supervisor está interpretando las normas de diferente forma. La segunda sería más proactiva, considerando que la Directiva establece como norma un conjunto de buenas prácticas, que cualquier entidad prestadora de servicios financieros debería tener incluidas en sus procesos y procedimientos de gestión comercial y relación con la clientela, así como en su estructura organizativa e infraestructura tecnológica. Por ejemplo, este segundo tipo de entidades, en el lanzamiento de nuevos productos y servicios, valoraría su adecuación a las características y necesidades de los clientes a los que se serán ofrecidos y gestionarían adecuadamente los riesgos generados por dicho lanzamiento. Asimismo, esas entidades revisarían periódicamente la distribución y el comportamiento de sus productos y servicios, y se asegurarían de que el personal de la entidad tenga los suficientes conocimientos como para comprender las características y los riesgos de los productos y servicios ofrecidos. Estos son ejemplos de políticas que deberían estar incluidas en cualquier modelo de negocio que esté orientado al cliente –es decir, generando un rendimiento satisfactorio para la entidad y satisfaciendo las necesidades y expectativas del cliente- y que pueden estar regulados en la nueva MiFID.

### **4.1.2. Más asesoramiento y menos comercialización**

El servicio de asesoramiento en materia de inversión fue una novedad de la MiFID

y ha sido uno de sus aspectos más controvertidos. El propio concepto de asesoramiento, y sus diferencias con la comercialización de instrumentos financieros, ha suscitado dudas. Tras diversas interpretaciones de los supervisores, hay consenso en considerar que para que exista asesoramiento deben cumplirse los siguientes requisitos: debe haber una recomendación, es decir, no una información o explicación de las características de un servicio o instrumento financiero; debe ser personalizada, es decir, ha de tener en cuenta las circunstancias personales del cliente y debe presentarse como idónea para él; tiene que referirse a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos; y debe formularse al cliente a través de medios “personalizados”. Frecuentemente, estos criterios no son absolutamente claros, por lo que hay que estar atentos a las interpretaciones de los supervisores.

Un primer aspecto que plantea la reforma es la **independencia del asesoramiento**, cuestión que la MiFID no abordó con claridad. ¿Puede haber un asesoramiento objetivo y orientado al mejor interés del cliente cuando una entidad financiera, que genera y comercializa sus propios instrumentos financieros, al mismo tiempo, asesora? ¿O cuando la entidad asesora percibe retrocesiones por la recomendación de productos concretos desarrollados por otras entidades? La CE pretende clarificar esta situación en la reforma de la MiFID y se está planteando que las entidades financieras tengan que informar al inversor acerca de si su asesoramiento es independiente o no. Si es independiente, la entidad debería valorar un número suficientemente amplio de instrumentos disponibles en el mercado –de diferentes proveedores– y

no serían admisibles los incentivos cobrados de dichos proveedores. Habrá que ver cómo se precisa esta disposición, ya que se plantean varios interrogantes. ¿Cómo se definirá el umbral para determinar que se está valorando un número suficientemente amplio de instrumentos o de proveedores? ¿Será necesario considerar un número suficientemente amplio de cada uno de los instrumentos financieros sobre los que girará el asesoramiento o bastará con tener en cuenta una amplia gama de algún instrumento –por ejemplo, fondos de inversión–? ¿Se podrán percibir incentivos de terceros bajo la condición de ser abonados a los clientes?

La posible exclusión de retrocesiones obligaría a establecer unos honorarios

explícitos por la prestación del servicio de asesoramiento, hecho que en algunos países, como España, no es frecuente y cuya implantación, en general, se considera poco viable.

Las entidades financieras españolas tienen varias alternativas ante esta norma: primera, considerar que su asesoramiento no es independiente, lo cual tiene un indudable coste reputacional; segunda, considerar que no asesora, sino que siempre comercializa, lo que va a en contra de las interpretaciones del supervisor español; y tercera, cobrar explícitamente por ese servicio, al igual que puede cobrarse por la gestión de una cartera.

Un segundo tema que ha suscitado mucho debate es el del **seguimiento de las**

**recomendaciones**, especialmente después de algunas sentencias judiciales. La CE propone varias medidas –por ejemplo, remisión al cliente de información sobre el valor de mercado de los instrumentos recomendados y actualización periódica de las recomendaciones formuladas– que parecen complementarias, pero que responden a dos conceptos de asesoramiento diferentes y que la CNMV sí ha sabido diferenciar: el asesoramiento recurrente –o un mandato de asesoramiento– y el no recurrente (una especie de venta asesorada). Es recomendable que las entidades incluyan estas alternativas dentro de sus políticas y procesos de asesoramiento e intenten explicitar contractualmente el tipo de servicio que se está suministrando –aunque los contratos no sean necesarios legalmente–. Los procedimientos para la evaluación de la idoneidad del servicio para los clientes también deberían tener en cuenta las diferencias entre dichos servicios.

¿Cuál es el **futuro del asesoramiento**? Parece irse definiendo un futuro en el que las entidades deberán diferenciar perfectamente entre asesoramiento y comercialización, y en el que el ámbito del asesoramiento deberá incrementarse progresivamente, pero no sólo por una presión regulatoria, sino porque así lo exigen los modelos de negocio basados en un mejor conocimiento del cliente.

Con unas adecuadas inversiones en tecnología y recursos humanos se podrá procesar eficientemente la abundante información que las entidades tienen sobre los clientes y, así, las recomendaciones siempre se basarán en sus circunstancias personales. Las políticas de asesoramiento deberán ir acompañadas de unos criterios estrictos a la hora de perfilar los riesgos de algunos productos, especialmente para determinados colectivos de clientes, llegando incluso a la imposibilidad de que esos productos sean asesorados a dichos colectivos y al establecimiento de



limitaciones, en función del grado de complejidad y riesgo de los productos, a la prestación de dicho servicio a ciertas oficinas bancarias. En el futuro, el asesoramiento debería realizarse en el canal de distribución que elija el cliente, incluido Internet.

En el plano jurídico, es recomendable que las entidades intenten formalizar un contrato específico de asesoramiento con los clientes por el que ambas partes quieren y reconocen su prestación.

#### **4.1.3. Mayor transparencia en fijación del precio de los servicios**

La regulación de los incentivos (*inducements*) pretende, entre otras cosas, añadir transparencia en la relación económica entre la entidad y el cliente. El cambio de la MiFID puede llevar a la prohibición de los incentivos en la gestión de carteras y en el asesoramiento independiente. Esto obligaría a las entidades a fijar con claridad el precio que cobrar por sus servicios a sus clientes, sabiendo que no van a existir vías para compensar un menor precio.

#### **4.1.4. La necesidad de gestionar eficientemente la relación con los clientes**

Las obligaciones de información a clientes se verán reforzadas con la reforma de la Directiva –por ejemplo, sobre productos complejos diseñados especialmente para un cliente; sobre cualquier modificación sustancial en la situación de los instrumentos mantenidos en una entidad; sobre criterios de inversión con orientación ética o social; sobre la ejecución de órdenes de clientes, incluidos los profesionales y las entidades gestoras de carteras y receptoras y transmisoras de órdenes; etc–. También se refuerzan las obligaciones de información a los supervisores, por ejemplo, sobre las posiciones en derivados de clientes –incluido su objetivo–.

Estas mayores obligaciones, y su consiguiente coste, obligarán a las

entidades a valorar, con la máxima precisión posible, el coste de la prestación de determinados servicios y su repercusión los clientes, con un enfoque lo más individualizado posible. En los casos en que no resulte rentable la prestación de dichos servicios, habrá que plantearse su subcontratación u otra alternativa.

#### **4.1.5. Un refuerzo del gobierno corporativo**

MiFID 2 va a suponer también un refuerzo del papel de los consejos de administración en el control de determinados procesos comerciales como, por ejemplo, el lanzamiento de nuevos productos y servicios. La alta dirección de las entidades también tendrá más responsabilidades en el control de las políticas, los procedimientos y los sistemas utilizados para la gestión de carteras.

En general, la función de cumplimiento normativo deberá reforzar su control sobre los procedimientos establecidos en el ámbito de las normas de conducta para asegurar el cumplimiento efectivo de dichas normas, incluyendo estos aspectos en sus informes periódicos de cumplimiento.

### **4.2. Medidas sobre los mercados**

#### **4.2.1. Objetivos de la reforma**

La MiFID, según la CE y algunos analistas, ha incrementado la competencia entre centros de ejecución, ha reducido los costes de la negociación y ha mejorado la eficiencia de la negociación de las acciones más líquidas. Sin embargo, también ha generado un incremento de la opacidad y de la fragmentación de la negociación, ampliándose las diferencias entre la negociación de las acciones líquidas y la de otras acciones (*midcaps* y acciones de PYME).

Por otra parte, en los últimos años se está produciendo un cambio

significativo en la estructura de la negociación de los instrumentos financieros en Europa: menos del 50% de la negociación se realiza en mercados regulados, menos del 10 % en MTF, un 2% en internalizadores sistemáticos, algo más del 5% en MTF con órdenes oscuras y un 35% es negociación OTC. Esta estructura de mercado plantea desafíos relevantes, ya que una parte muy significativa de la negociación es bilateral, *ad hoc*, menos supervisada, sin transparencia previa y posterior, y sin reglas sobre el acceso al sistema de ejecución y sobre su propio funcionamiento.

En este contexto, la reforma de la MiFID, en el ámbito de los mercados, tiene varios objetivos. En primer lugar, dar una respuesta regulatoria a los retos planteados por nuevos mecanismos de negociación, especialmente dentro de los bancos, y nuevos desarrollos tecnológicos, que han hecho posible la negociación algorítmica –incluida la negociación de alta frecuencia–. De esta forma, se minimizan los posibles arbitrajes regulatorios entre centros de ejecución y entidades financieras. En segundo lugar, cumplir con el mandato del G20 para solucionar los problemas planteados por actividades financieras poco transparentes y poco reguladas, como es la negociación OTC. Un tercer objetivo es la mejora de la supervisión y la transparencia de los mercados de derivados de materias primas y, así, conseguir un funcionamiento más eficiente de estos mercados, especialmente cuando se usan para cobertura de riesgos. Un último objetivo busca reducir los errores en el *reporting* de las transacciones a los reguladores y corregir la falta de detalle en dicha información. La MiFID introdujo obligaciones en este ámbito, pero se ha comprobado que eran poco precisas y que no se desarrollaron los mecanismos adecuados para garantizar una adecuada calidad de los datos.

#### 4.2.2. La expansión de la regulación

La reforma de la MiFID busca la inclusión de nuevos centros y modalidades de ejecución de órdenes en el terreno de la regulación de los mercados. La realidad parece ir siempre por delante de la regulación y, por ello, se hace necesario reformar la Directiva. Una cuestión diferente es la eficacia de dicha regulación, por ejemplo, la CE reconoce el poco éxito de la figura de los internalizadores sistemáticos. Hay figuras que son exitosas cuando funcionan sin el corsé regulatorio, pero que palidecen cuando entran en la disciplina regulatoria.

Pues bien, la reforma introducirá una nueva figura: los sistemas organizados de negociación –multilaterales o bilaterales– diferentes de los definidos en la MiFID. Los sistemas internos de cruces de órdenes de clientes (*crossing networks*) entrarían

en esta nueva modalidad de centro de ejecución. De esta forma, la gestión de los nuevos sistemas incluidos en la MiFID será un servicio de inversión y su prestación estará sujeta a autorización administrativa. Además, tendrán que publicar requisitos claros de acceso; deberán tener operativos sistemas que permitan la identificación de prácticas de abuso de mercado; tendrán que tener implantados planes y procedimientos de contingencia; etc. Asimismo, deberán cumplir determinados requisitos de difusión de información sobre transacciones ejecutadas en el sistema y de transparencia agregada tras la negociación. Resumiendo, se alineará el régimen normativo de estas infraestructuras con el existente para mercados regulados y MTF.

En esta nueva categoría habría que incluir la negociación algorítmica, considerando a las entidades

involucradas en dicha negociación que superen ciertos niveles cuantitativos como entidades de servicios de inversión, sujetas a autorización y supervisión administrativa, así como a exigentes requisitos organizativos y sistemas de control internos. La regulación que puede proponerse para estos operadores no es muy diferente de la que ya está operativa en el Reino Unido. La respuesta regulatoria de la CE intenta minimizar los riesgos de este tipo de negociación –por ejemplo, algoritmos erróneos que causan fuertes impactos en los precios de los valores y algoritmos que lanzan un gran número de órdenes ante determinados sucesos en el mercado–. Por último, habría que exponer el intento de la CE para reducir las diferencias de trato entre los mercados secundarios organizados y MTF. De esta forma, negocios similares deberían estar sujetos a unos requisitos organizativos y a una supervisión equivalentes.



### **4.2.3. Un mayor control de los productos derivados**

En los últimos años hay una fuerte presión para mejorar la transparencia, estabilidad y supervisión de los mercados de derivados OTC. Esto pasa por una mayor negociación de derivados OTC estandarizados en mercados o plataformas electrónicas. La CE considera que habría que exigir que los derivados que sean susceptibles de ser compensados centralizadamente y sean suficientemente líquidos, según los criterios que establezca ESMA, se negocien en mercados secundarios oficiales, en MTF o en una categoría específica de sistemas organizados de negociación. También podrían aplicarse obligaciones de transparencia posterior a la negociación en línea con las vigentes para las acciones.

La CE es consciente de que las propuestas para la reforma de la MiFID, en este terreno, deben ser compatibles con otras iniciativas de la CE, por ejemplo la relativa a derivados OTC, cámaras centrales de contrapartida y almacenes de transacciones, que tiene como objetivo último minimizar los riesgos de contraparte y operacional para las entidades financieras, y que podría entrar en vigor a finales de 2012. En esta iniciativa se propone que la información sobre contratos de derivados OTC sea enviada a almacenes de transacciones, que publicarán posiciones agregadas por clases de derivados, que serán supervisados por ESMA y cuya información será accesible para los supervisores; que los derivados OTC relativamente estandarizados sean compensados en cámaras centrales de contrapartida -cuando no reúnan los requisitos para esa compensación, se verán penalizados con un mayor consumo de capital-; que se establezcan para las cámaras centrales de contrapartida requisitos organizativos y prudenciales, así como normas de conducta, rigurosas y armonizadas; que los operadores en el mercado midan,

supervisen y mitiguen el riesgo operacional derivado de la permanencia de muchos procedimientos manuales, que son resultado de la complejidad y disparidad de muchos contratos de derivados OTC; etc.

Por otro lado, la reciente iniciativa de la CE sobre ventas en corto y seguros contra impagos (*credit default swaps*) busca armonizar el tratamiento dado por los diferentes países a estas operaciones, incrementar su transparencia y minimizar los riesgos asociados a este tipo de operativa –aunque en circunstancias normales, las ventas en corto pueden reforzar la liquidez en el mercado y contribuir a una mayor eficiencia en la fijación de precios, en momentos de tensión, esa operativa puede amplificar las caídas de precios, generando un mayor desorden en los mercados y un riesgo sistémico–.

La mencionada propuesta incrementa la transparencia obligando a que todas las órdenes sobre acciones en centros de ejecución sean identificadas como “cortas” cuando haya una venta en corto. Los inversores tendrán que comunicar también a los supervisores las posiciones cortas netas en acciones que superen un determinado umbral (un 0,2 % del capital emitido) y al mercado cuando superen el 0,5 %. En el caso de los bonos gubernamentales, los supervisores recibirán información sobre posiciones cortas incluidas las obtenidas a través de seguros contra impagos. Asimismo, se propone que, en situaciones de fuertes distorsiones en los mercados, las autoridades nacionales puedan restringir o prohibir las ventas en corto sobre cualquier instrumento financiero, en coordinación con ESMA, pudiendo esta última también adoptar medidas restrictivas temporales. Las autoridades podrán asimismo, durante un día de negociación, restringir las ventas en corto ante una caída fuerte del precio de un valor. Por último, la propuesta obliga a los operadores que quieran vender

corto a haber pedido prestados los instrumentos, haber acordado dicho préstamo o tener un acuerdo con una tercera parte para que estén reservados para su préstamo y así poder ser entregados en la fecha de liquidación.

Para los derivados sobre materias primas hay propuestas específicas relevantes en la reforma de la MiFID. Por un lado, la CE busca incrementar la transparencia en la negociación en todos los centros de ejecución requiriendo unas comunicaciones de posiciones por categorías de intermediarios y, así, calibrar mejor el papel de la especulación en estos mercados. Por otro lado, se prevé dotar a los supervisores de una autoridad completa –y armonizada– para supervisar e intervenir en cualquier etapa de la negociación de estos derivados, en caso de amenazas a la integridad de los mercados.

### **4.2.4. Más transparencia en la negociación**

Esta transparencia es fundamental para suministrar la información que necesitan los inversores para valorar las oportunidades existentes, para facilitar la formación de precios y para ayudar a las entidades a que consigan la ejecución óptima para sus clientes. Por otro lado, la transparencia posterior a la negociación es relevante para la valoración de carteras.

En los mercados de acciones, la CE va a intentar extender las obligaciones de transparencia anterior a la negociación a los libros de negociación y órdenes “oscuras” y a indicaciones de interés que contengan la información necesaria para cruzarse en el mercado. Con respecto a la transparencia posterior a la negociación en los mercados de acciones, la CE pretende reducir los plazos para la publicación de la información requerida.

Con respecto a los libros de negociación “oscuros”, es decir, cuando no hay transparencia previa a la negociación, las medidas afectarán a las dos categorías existentes: los mercados regulados y

sistemas multilaterales de negociación que utilizan las excepciones que permiten las normas al principio de transparencia previa –por ejemplo, las órdenes de elevada cuantía-; y otras plataformas operadas por intermediarios como, por ejemplo, los sistemas internos de cruce de órdenes que no están sometidos a los requisitos usuales de transparencia previa.

Otra intención de la CE es ampliar, con las peculiaridades necesarias, el régimen de transparencia aplicable a las acciones a otros instrumentos similares a las mismas y a las acciones admitidas a negociación sólo en un MTF o en un sistema organizado de negociación.

Con respecto a los mercados de instrumentos diferentes a las acciones, tradicionalmente más opacos, la CE también considera necesario establecer un régimen de transparencia previa y posterior a la ejecución de una orden en un mercado secundario organizado, MTF, sistemas organizados de negociación u OTC, diferenciando los requisitos en función de la clase y el tipo de activo. También sobre las operaciones OTC, la CE considera necesario una mejor información posterior a la ejecución.

#### **4.2.5. Mejora de la calidad, consistencia e integración de los datos**

La información sobre las transacciones del mercado debe ser mostrada de forma consolidada y, así, permitir a los

inversores la comparación de precios entre diferentes centros de ejecución. Esta consolidación plantea, en la actualidad, problemas de calidad, formato, coste y fragmentación de la información del mercado. La CE se plantea atacar dichos problemas con las medidas citadas en el capítulo 3 de este informe.

Una de estas medidas es la creación de un archivo consolidado obligatorio en tiempo real, que, según algunos operadores, no responde a una necesidad específica de los clientes y puede resultar caro de mantener.

#### **4.2.6. Las comunicaciones de las transacciones a las autoridades**

La MiFID exige a las entidades financieras que comuniquen a las autoridades competentes las transacciones relativas a todos los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o en un MTF, con independencia de que la transacción tenga lugar o no en dicho mercado. Estas comunicaciones se enfrentan a varios retos: como su principal objetivo es la supervisión de los mercados, los requisitos establecidos por la MiFID deben recoger los cambios registrados en la Directiva de Abuso de Mercado; los requisitos de las comunicaciones difieren en cada jurisdicción, lo que añade costes para las empresas y limita su uso por las autoridades competentes; hay que evitar solapamientos con las comunicaciones

establecidas por la CE, en otro ámbito, a los almacenes de transacciones.

Con respecto al contenido de las comunicaciones, hay un cambio que puede ser muy significativo, dependiendo de su regulación final: la inclusión en los informes de un “identificador” del cliente final –el que ha tomado la decisión de inversión–.

Respecto a los canales de transmisión de la información, se están planteando varias medidas. Destacamos la intención de la CE de estimular el envío de las comunicaciones a un repositorio europeo, al que podrán acceder las autoridades competentes. Asimismo, con respecto a las entidades no financieras que actúan como canales de transmisión de información, se las incluirá en la regulación como “mecanismos de transmisión de información autorizados”, siendo responsables de sus propios errores.



