

FORO DE ACTUALIDAD

ESPAÑA

LA DIRECTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 15 DE MAYO DE 2014, RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS (MIFID II)

La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)

El pasado 12 de junio el Diario Oficial de la Unión Europea publicó la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (también conocida como «MiFID II»), que viene a sustituir a la aprobada en 2004, conocida como «MiFID».

MiFID II, junto con el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (también conocido como «MiFIR») forma parte de la nueva arquitectura legislativa diseñada con el objeto de armonizar el régimen aplicable a las entidades financieras en el mercado interior. MiFID II reforma el marco legislativo actualmente aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión y a los mercados de valores en múltiples ámbitos, tales como las normas de conducta aplicables a la prestación de servicios, la protección al inversor, la estructura del mercado, la operativa con derivados, la supervisión y el régimen sancionador.

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments (MiFID II)

On the last 12 June, the Official Journal of the European Union published Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments (also known as «MiFID II»), which replaces the one approved in 2004, known as «MiFID».

Together with Regulation EU no. 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments (also known as «MiFIR»), MiFID II is part of the new legislative architecture designed with the purpose of harmonizing the regime applicable to financial institutions in the internal market. MiFID II amends the legislative framework applicable to entities which render investment services and to securities markets in many areas, such as rules of conduct applicable to the provision of investment services, investor protection, market structure, derivatives trading, supervision and sanctions regime.

PALABRAS CLAVE

instrumentos financieros, mercado interior, entidades financieras.

KEY WORDS

Financial Instruments, Internal Market, Financial Institutions.

Fecha de recepción: 7-9-2014

Fecha de aceptación: 1-10-2014

INTRODUCCIÓN: EL PAQUETE MIFID II

Como en tantos otros ámbitos, la crisis financiera puso de relieve los puntos débiles del funcionamiento de los mercados financieros y de las empresas de servicios de inversión. Los primeros adolecían de falta de transparencia y las segundas de grandes carencias en su sistema de gobierno corporativo. También se detectaron imperfecciones en otras áreas, como la propia prestación de los servicios de inversión y la supervisión de las empresas de servicios de inversión.

Todo ello aconsejaba acometer una profunda reforma del marco jurídico de los mercados financieros y sus participantes con el objeto de dotarlo de

mayor transparencia, fortalecer la protección de los inversores, crear un régimen administrativo sancionador y dotar a las autoridades competentes de facultades más amplias de supervisión.

La labor de reforma se está abordando en dos fases. La primera fase se ha completado con la adopción de MiFID II y MiFIR, que conforman el paquete legislativo de medidas de nivel 1. MiFID II deberá quedar transpuesta en las legislaciones nacionales el 3 de junio de 2016 y resultará de aplicación, junto con MiFIR, a partir del 3 de enero de 2017.

Queda pendiente una segunda fase, esencial, de adopción de medidas de desarrollo y ejecución de MiFID II, las denominadas medidas de nivel 2. El organismo encargado de elaborar o asesorar

sobre dichas normas, que posteriormente serán adoptadas por la Comisión Europea, es la Autoridad Europea de Valores y Mercados (conocida como «ESMA», por sus siglas en inglés). Entre MiFID II y MiFIR suman, aproximadamente, 100 encargos a ESMA para que elabore normas técnicas de reglamentación o ejecución de sus disposiciones. Los dos próximos años serán, previsiblemente, de intensa producción normativa.

Aquí se analizan las principales novedades de las muchas que introduce MiFID II y que se centran en los siguientes ámbitos: régimen de autorización de las empresas de servicios de inversión, requisitos de organización y normas de conducta, proveedores de suministro de datos, estructura de mercado y medidas de protección del inversor.

ÓRGANO DE DIRECCIÓN Y DIRECCIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Dado que las empresas de servicios de inversión están sujetas a lo previsto por la Directiva 2013/36/UE (conocida como CRD IV) en lo que respecta a su gobierno corporativo y órgano de dirección, MiFID II se limita aquí a establecer obligaciones de carácter general.

Así, el órgano de dirección debe definir, aprobar y supervisar: (i) la organización de la entidad, los requisitos exigibles a su personal y los recursos y procedimientos relacionados con la prestación de los servicios de inversión, (ii) la oferta de servicios y productos de la entidad en función de su nivel de riesgo y las características de sus clientes y (iii) la política de remuneraciones de las personas involucradas en la prestación de los servicios.

Asimismo, se impone al órgano de dirección un deber de control y evaluación periódica de los objetivos estratégicos y la eficacia del sistema corporativo para solventar las deficiencias que se hayan podido detectar.

Por último, al igual que hace la Directiva 2013/36/UE, se introduce el principio de que los miembros de los órganos de dirección deben dedicar tiempo suficiente al desempeño de sus funciones. El concepto de tiempo suficiente no se define ni en la mencionada directiva ni en MiFID II, sino que será elaborado posteriormente de manera conjunta por ESMA y la Autoridad Bancaria Europea.

REQUISITOS DE ORGANIZACIÓN Y NORMAS DE CONDUCTA

Proceso de aprobación de instrumentos financieros

MiFID II establece que las empresas de servicios de inversión que diseñen instrumentos financieros para su comercialización a clientes deberán implementar un proceso previo de aprobación de cada instrumento.

Como punto de partida, se deberá identificar un mercado de clientes finales a los que se dirigirá el instrumento. Esta labor va más allá de distinguir entre clientes minoristas y clientes profesionales; hay que fijar el grupo de clientes potenciales a los que se comercializará el producto dentro de estas categorías. El proceso debe garantizar que el nivel de riesgo del instrumento es acorde con el perfil de riesgo del mercado destinatario y, por tanto, que la estrategia de comercialización del instrumento es adecuada. Además, deben adoptarse medidas para garantizar que el instrumento se distribuye solo en el mercado destinatario definido.

Esta obligación debe cumplirse a lo largo de toda la vida del instrumento, por lo que se deberán llevar a cabo revisiones periódicas para verificar que el instrumento sigue respondiendo a las necesidades del mercado y que la estrategia de comercialización sigue siendo adecuada.

La información sobre el instrumento, su proceso de aprobación y el mercado al que se destinan debe ponerse a disposición de las entidades que lo comercializan. Por su parte, las entidades comercializadoras de productos ajenos deberán contar con los mecanismos adecuados para obtener esta información y asegurarse de que comprenden las características del producto y del mercado destinatario.

Por otra parte, MiFID II establece como principio general que las propias empresas de servicios de inversión deben comprender las características de los instrumentos financieros que recomiendan o venden.

REGISTRO DE OPERACIONES

MiFID II impuso a las entidades que prestan servicios de inversión la obligación de llevar un registro de servicios, actividades y operaciones. MiFID II establece que dicho registro debe incluir también las grabaciones de las conversaciones telefónicas o, en

su caso, las comunicaciones electrónicas de, al menos, las operaciones que se realizan por cuenta propia y las relacionadas con la prestación del servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, incluso si las operaciones no llegan a realizarse.

Con ello se pretende que los registros sirvan para demostrar que las órdenes ejecutadas por las entidades efectivamente se corresponden con las dadas por los clientes y detectar cualquier conducta relacionada con el abuso de mercado en las operaciones realizadas por cuenta propia. No obstante, se prevén una serie de medidas al objeto de salvaguardar la intimidad del cliente en la grabación de las conversaciones telefónicas.

NEGOCIACIÓN ALGORÍTMICA

Desde que se aprobó MiFID en 2004, la negociación electrónica de valores ha tenido un desarrollo muy significativo. Tanto es así que la negociación electrónica ha desplazado casi por completo a la negociación presencial y es el mecanismo de contratación normalmente utilizado. Además, muchos de los participantes recurren a la negociación algorítmica. Esta técnica consiste en la utilización de un algoritmo informatizado que determina de forma automatizada todos o algún componente de la orden (por ejemplo, precio o volumen), sin que medie la acción humana en ningún momento del proceso.

Dentro de la negociación algorítmica existe la denominada de «alta frecuencia» (*high frequency trading*), que es aquella que permite introducir un gran volumen de órdenes en el mercado en un tiempo muy corto (microsegundos). Esta técnica ha proporcionado importantes ventajas, tales como un mayor acceso de los inversores al mercado, mayor liquidez, menor volatilidad a corto plazo y mejor ejecución de las órdenes.

No obstante, no está exenta de riesgos. Al no mediar acción humana, este tipo de negociación puede reaccionar de manera desmesurada a eventos del mercado, exacerbando la volatilidad en los casos en los que el mercado ya está experimentando perturbaciones. De hecho, se atribuye a este tipo de negociación el conocido como *Flash Crash* de Estados Unidos de 2010. El 6 de mayo de 2010 el índice *Dow Jones Industrial Average*, que sumaba ya grandes caídas debido a la crisis de deuda griega, perdió casi 600 puntos en escasos 5 minutos, la segunda mayor caída de su historia. 20 minutos después ya se había recuperado la mayor parte de la caída.

Por otra parte, puede dar lugar a situaciones de abuso de mercado cuando lo que se persigue al introducir un ingente volumen de órdenes es modificar los precios o presionar a una parte del mercado para poder negociar a la contra.

Ante la ausencia de regulación en este ámbito y los potenciales riesgos que comporta, MiFID II ha adoptado, entre otras, dos medidas de gran trascendencia. Por un lado, incluye bajo su ámbito de aplicación a las entidades que hacen negociación algorítmica. Por tanto, a partir de ahora, estas entidades estarán obligadas a obtener una autorización como empresa de servicios de inversión para poder continuar realizando este tipo de actividades.

Por otro lado, las entidades que hacen negociación algorítmica deberán establecer controles de riesgos, registrar y conservar el detalle de todos sus pedidos, órdenes ejecutadas y cotizaciones y, lo que es más importante, comunicar a su supervisor el algoritmo utilizado y el mercado en el que se va a utilizar.

NUEVOS OPERADORES: LOS PROVEEDORES DE SUMINISTRO DE DATOS

MiFID II sujeta a autorización a las entidades que presten habitualmente y con carácter profesional servicios de suministro de datos de mercado. La finalidad es garantizar la calidad de la información que se proporciona a usuarios y autoridades sobre el mercado y las operaciones ejecutadas.

Se crean tres figuras distintas:

— *Los agentes de publicación autorizados («APA»).*

Son los encargados de hacer pública la información postnegociación exigida por MiFIR en relación con operaciones ejecutadas por las empresas de servicios de inversión sobre instrumentos negociados en centros de negociación. Los APA están obligados a publicar dicha información tan cerca del tiempo real como sea técnicamente posible y en condiciones comerciales razonables. El formato de la información debe permitir un acceso rápido, en condiciones no discriminatorias y que facilite la consolidación de los datos.

— *Los proveedores de información consolidada («PIC»).*

Son los encargados de prestar el servicio de recopilación de informes de operaciones realizadas en centros de negociación y APA y consolidarlos en un flujo continuo de datos electrónicos en directo de precio y volumen de cada instrumento financiero. Los PIC

están sujetos a las mismas obligaciones que los APA en relación con el plazo en el que debe ponerse dicha información a disposición del público y su formato.

— *Los sistemas de información autorizado («SIA»).*

Son los encargados de notificar a las autoridades competentes o a la ESMA los datos de las operaciones sobre instrumentos financieros ejecutadas por las empresas de servicios de inversión. Dicha información debe comunicarse a la mayor brevedad y, como muy tarde, al finalizar el día hábil siguiente al día en el que tuvo lugar la operación.

ESTRUCTURA DE MERCADO

Con la intención de someter la negociación multilateral de instrumentos distintos del capital que no se lleva a cabo en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación («SMN»), a su ámbito de aplicación, MiFID II crea y regula un nuevo centro de negociación.

Este centro se denomina sistema organizado de contratación («SOC»). Es un sistema multilateral, distinto del mercado regulado y del SMN, en el que interactúan intereses de compra y venta sobre bonos, instrumentos de titulización, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos. El SOC está sujeto a requisitos muy similares a los mercados regulados y SMN en lo relativo a transparencia pre y postnegociación, organización, proceso de negociación y conclusión de operaciones.

No obstante, el SOC se distingue de los mercados regulados y SMN en que la empresa de servicios de inversión u organismo rector del mercado que lo gestiona puede: (i) interponer su cuenta propia en la ejecución de órdenes por cuenta de sus clientes en caso de que estos hayan dado su consentimiento y se trate de bonos, obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados no sujetos a compensación y (ii) negociar por cuenta propia sin interponer la cuenta propia respecto de instrumentos de deuda soberana para los que no existe un mercado líquido. Además, a diferencia de los mercados regulados y SMN, en el SOC la ejecución de órdenes se debe hacer con carácter discrecional.

CONTROL DE POSICIONES EN DERIVADOS SOBRE MATERIAS PRIMAS

Se impone a los Estados la obligación de establecer y aplicar limitaciones al volumen de una posición

netas que pueda mantener una persona en cualquier momento en derivados sobre materias primas negociados en centros de negociación y contratos extrabursátiles equivalentes. La finalidad es doble: evitar el abuso de mercado y garantizar que la formación de los precios y la liquidación de las operaciones se realicen de forma ordenada.

No obstante lo anterior, no quedan sujetas a limitación las posiciones mantenidas por una entidad no financiera que reduzcan de manera objetiva los riesgos relacionados directamente con su actividad comercial.

MEDIDAS DE PROTECCIÓN DEL INVERSIÓN

Nueva regulación del asesoramiento de inversiones y asesoramiento independiente

La versión original de MiFID aprobada en 2004 reguló por primera el servicio de asesoramiento de inversiones y lo definió como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, a iniciativa de este o de la entidad, con respecto a operaciones relativas a instrumentos financieros.

MiFID II introduce dos novedades significativas en la regulación del asesoramiento de inversiones. Por un lado, regula específicamente la información que se debe proporcionar al cliente antes de la prestación del servicio de asesoramiento de inversiones. Por otro, en línea con la *Retail Distribution Review* del Reino Unido, introduce la distinción entre el asesoramiento independiente y el no independiente y limita los incentivos que puede cobrar la entidad en el segundo caso.

Hasta la fecha, el régimen de información previa era el mismo independientemente del servicio de inversión que se fuese a prestar al cliente. Sin embargo, MiFID II establece ahora que cuando el servicio que se preste sea el asesoramiento de inversiones, además de la información general, deberá informarse al cliente de (i) si el asesoramiento es independiente o no; (ii) si el asesoramiento está basado en un análisis amplio o restringido de instrumentos financieros y si se limita a instrumentos emitidos o facilitados por la entidad, por entidades con vínculos estrechos o por entidades con cualquier otro tipo de relación jurídica o económica; (iii) si se va a realizar un seguimiento de la idoneidad del producto, y (iv) cómo se ajusta la recomendación realizada a las preferencias, objetivos y demás características del cliente.

En el caso particular de que el asesoramiento que se preste al cliente sea independiente, la entidad estará sujeta a las siguientes obligaciones: (i) deberá evaluar una gama suficientemente amplia de instrumentos y no limitarse a productos emitidos por la propia entidad, entidades vinculadas o con algún tipo de relación con la entidad y (ii) no podrá aceptar incentivos de terceros salvo los no monetarios de menor importe en la medida en que aumenten la calidad del servicio y se informe al cliente de ello.

Además, se prohíbe a las entidades establecer sistemas de remuneración o de objetivos de venta que

puedan constituir un incentivo para que el personal recomiende un instrumento a un cliente minorista si se puede recomendar otro que se ajuste mejor a las necesidades del cliente.

MiFID II apuesta también por una mayor calidad en el asesoramiento exigiendo expresamente que las personas físicas que asesoran o proporcionan información sobre instrumentos financieros cuenten con conocimientos y competencias suficientes para desarrollar dichas actividades.

ISABEL AGUILAR ALONSO*

* Abogada del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).