

MIFID II Y EL REAL DECRETO-LEY 21/2017: TAREA INACABADA DEL LEGISLADOR ESPAÑOL

MiFID II y el Real Decreto-ley 21/2017: tarea inacabada del legislador español

El Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores transpone parcialmente 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 principal objetivo de este Real Decreto-Ley es homologar los mercados españoles a los estándares europeos a fin de evitar pérdidas de profundidad y liquidez de los centros de negociación españoles en comparación con otros mercados europeos. Sin embargo, el legislador español ha desaprovechado una oportunidad para incorporar a nuestro ordenamiento jurídico la totalidad de MiFID II, retrasando de este modo aún más la trasposición de la Directiva a nuestro Derecho.

PALABRAS CLAVE

MiFID II, Real Decreto-Ley 21/2017, Centros de negociación, Instrumentos financieros.

MiFID II and Royal Decree-Law 21/2017: an Unfinished Business of The Spanish Lawmakers

Royal Decree-Law 21/2017, of 29 December, on urgent measures to adapt Spanish law to European Union (EU) securities law partially transposes Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments. The main objective of the Royal Decree-Law is to conform Spanish markets to European standards so as to avoid losses of depth and liquidity in Spanish trading venues, when compared with other European markets. However, the Spanish lawmakers have missed an opportunity to incorporate the rest of MiFID II into the domestic legal framework, further delaying the implementation of the Directive into our legal system.

KEY WORDS

MiFID II, Royal Decree-Law 21/2017, Trading venues, Financial instruments.

Fecha de recepción: 26-10-2017

Fecha de aceptación: 30-10-2017

INTRODUCCIÓN

La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE («MiFID II»), tenía como plazo inicial de transposición a los Estados miembros de la Unión Europea (UE) el 3 de enero de 2017. La Comisión Europea, sin embargo, decidió finalmente retrasar un año el plazo de transposición inicial debido a la imposibilidad de reguladores y empresas de cumplir a tiempo con los requisitos técnicos exigidos por la normativa.

El 29 de diciembre, apenas una semana antes de que venciera este plazo, el Consejo de Ministros aprobó el Real Decreto-ley 21/2017, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercados de valores (el «Real Decreto-ley»). El Real Decreto-ley traspone la Directiva MiFID II en lo relativo a centros de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de contratación y sistemas organizados de contratación). De hecho, el primero de sus artículos establece que su objeto es regular determinados aspectos del régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros con el fin de garantizar su plena

homologación con los estándares contenidos en MiFID II. Sin embargo, no aborda aspectos relevantes de MiFID II, como los referentes a gobernanza de producto, incentivos y análisis, que quedan pendientes de incorporarse al ordenamiento jurídico español. Parece que dicha incorporación se llevará a cabo, en principio, mediante la derogación del régimen contenido en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores («LMV»), que sería sustituido por el que anticipa el Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores y de los Instrumentos Financieros («ALMVIF»), actualmente en fase de tramitación.

La trasposición parcial de MiFID II obedece, tal y como recoge la exposición de motivos del Real Decreto-ley, a motivos prácticos de índole económica. Sin el Real Decreto-ley, los intermediarios de la UE podrían poner en serias dudas la homologación de los centros de negociación españoles a los estándares europeos habida cuenta de que los requisitos que MiFID II introduce no estarían aún incorporados al Derecho español. Lo anterior conllevaría una pérdida de profundidad y liquidez de los centros de negociación españoles casi inmediata, ya que los distintos agentes de los mercados de valores podrían elegir otros centros de negociación que cumplan con las nuevas obligaciones impuestas por

la normativa europea para satisfacer sus necesidades financieras de inversión o de financiación. Aunque esta argumentación es más que discutible, ya que no parece que por el mero cambio normativo los centros de negociación pasen a cumplir los requisitos de MiFID II ni que no los cumplieran por el simple hecho de no estar ésta transpuesta, el cambio de norma es positivo en aras de evitar cualquier duda motivada por la falta de transposición.

A continuación se detallan las principales novedades en materia de organización de centros de negociación en España introducidas por el Real Decreto-ley.

MERCADOS REGULADOS

MiFID II modifica el régimen jurídico aplicable a los llamados mercados regulados, conocidos en España como mercados secundarios oficiales. La LMV los define como *«aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular [...], con sujeción en todo caso a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad»* (art. 43).

Actualmente son mercados secundarios oficiales las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones, independientemente del tipo de activo subyacente, financiero o no financiero, y el Mercado de Renta Fija (AIAF).

El Real Decreto-ley establece que los mercados regulados deben estar *«regidos y administrados por una entidad que ostentará la condición legal de organismo rector del correspondiente mercado»*. Si el mercado regulado es una persona jurídica y está regido u operado por un organismo rector distinto del propio mercado, los requisitos y obligaciones que deban cumplir se distribuirán entre el mercado regulado y el organismo rector (art. 3).

Las principales novedades introducidas por el Real Decreto-ley en materia de mercados regulados hacen referencia a los siguientes aspectos:

Requisitos de organización

Los mercados secundarios oficiales deberán cumplir con los siguientes requisitos de organización (art. 6 del Real Decreto-ley):

«a) Adoptar medidas para detectar claramente y subsanar las posibles consecuencias adversas para el funcionamiento del mercado regulado o para sus miembros o participantes, de cualquier conflicto de intereses entre los intereses del mercado regulado, sus propietarios o su organismo rector del mercado y las exigencias del buen funcionamiento del mercado regulado, en especial cuando esos conflictos de intereses puedan resultar perjudiciales para la realización de las funciones delegadas en el mercado regulado por la CNMV.

b) Estar adecuadamente equipados para gestionar los riesgos a los que está expuesto, aplicar mecanismos y sistemas que les permitan identificar todos los riesgos significativos que comprometan su funcionamiento y establecer medidas eficaces para atenuar esos riesgos.

c) Adoptar mecanismos para la adecuada gestión de los aspectos técnicos del sistema, incluidos procedimientos de contingencia eficaces para hacer frente a posibles perturbaciones de los sistemas.

d) Establecer normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada y fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes.

e) Adoptar mecanismos eficaces para facilitar la conclusión eficiente y puntual de las operaciones ejecutadas con arreglo a sus sistemas.

f) Disponer, en el momento de su autorización y de manera permanente, de los recursos financieros suficientes para facilitar su funcionamiento ordenado, teniendo en cuenta la naturaleza y el alcance de las operaciones que en él se realizan y el tipo y el grado de riesgo a que se expone.

g) Contar con un comité de nombramientos integrado por miembros del órgano de administración que no desempeñen funciones ejecutivas en el organismo rector en cuestión».

Además, como expone el artículo 6.2, *«los organismos rectores no pueden ejecutar órdenes de clientes por cuenta propia o recurrir a la interposición de cuenta propia, con o sin riesgo, en ninguno de los mercados secundarios oficiales en los que operen»*. Esta medida persigue reducir riesgos y evitar cualquier potencial conflicto de interés que pudiera darse entre el organismo rector y los mercados secundarios oficiales que administre.

Requisitos de funcionamiento

En el marco de su actividad, los mercados secundarios oficiales han de implantar sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación (art. 7 del Real Decreto-ley):

- a) Sean resistentes, conforme a la normativa de desarrollo de la UE que resulte de directa aplicación.
- b) Tengan capacidad suficiente para tramitar los volúmenes de órdenes y mensajes correspondientes a los momentos de máxima actividad.
- c) Puedan asegurar la negociación ordenada en condiciones de fuerte tensión del mercado.
- d) Se hayan probado íntegramente para garantizar el cumplimiento de las anteriores condiciones.
- e) Estén sujetos a mecanismos efectivos de continuidad de la actividad para asegurar el mantenimiento de sus servicios en caso de disfunción.
- f) Rechacen las órdenes que excedan de unos umbrales de volumen y precio predeterminado o que sean manifiestamente erróneas».

Acuerdos de creación de mercado

El Real Decreto-ley establece en su artículo 8.2 que los acuerdos de creación de mercado deben especificar, al menos, (i) «las obligaciones de la empresa de servicios de inversión en relación con el aporte de liquidez y, en su caso, cualquier otra obligación derivada de la participación en los planes contemplados en apartado 1, letra b [del artículo 8 del Real Decreto-ley]», y (ii) «cualquier incentivo en forma de minoraciones o de otro tipo, ofrecidos por el mercado regulado a una empresa de servicios de inversión de manera que se aporte liquidez al mercado de forma regular y predecible y, en su caso, cualquier otro derecho que corresponda a las empresas de servicios de inversión como resultado de la participación en los planes contemplados en el apartado 1, letra b) [del artículo 8 del Real Decreto-Ley]».

Los mercados regulados (i) «controlarán y garantizarán que las empresas de servicios de inversión cumplen los requisitos establecidos en los acuerdos de creación de mercado»; (ii) «informarán a la CNMV del contenido de los acuerdos de creación de mercado»; y (iii) «previo requerimiento, facilitarán a la CNMV toda información adicional necesaria para que esta pueda comprobar que el mercado regulado cumple lo dispuesto en [...] la normativa relativa a los acuerdos de creación de mercado

y planes de creación de mercado que resulte de directa aplicación».

Comisiones

El Real Decreto-ley asigna a los mercados regulados la misión de establecer «estructuras de comisiones, incluidas las comisiones por ejecución de operaciones, las comisiones por servicios accesorios y las reducciones» (art. 13.1). Las estructuras de comisiones deberán figurar en las reglas internas de los mercados regulados. Todas las comisiones «deberán ser transparentes, equitativas y no discriminatorias y no crearán incentivos para colocar, modificar o cancelar órdenes o para ejecutar operaciones de forma que contribuyan a perturbar las condiciones de negociación o fomenten prácticas de abuso de mercado».

No obstante, «los mercados regulados podrán adaptar las comisiones que impongan a las órdenes canceladas en función del tiempo de vigencia de dichas órdenes y calibrar las comisiones en función del instrumento financiero al que se aplican» (art. 13.3).

Asimismo, «los mercados regulados podrán establecer tarifas y comisiones más elevadas que reflejen la carga adicional sobre la capacidad del sistema en los siguientes supuestos:

- a) Por la colocación de una orden que seguidamente es cancelada con respecto a la colocación de una orden que sí se ejecuta.
- b) A aquellos participantes que tengan un coeficiente más alto de órdenes canceladas con respecto a las efectivamente ejecutadas.
- c) A aquellos participantes que operen con técnicas de negociación algorítmica de alta frecuencia».

Negociación algorítmica

MiFID II define la negociación algorítmica como aquella «negociación de instrumentos financieros en la que un algoritmo informático determina automáticamente los distintos parámetros de las órdenes (si la orden va a ejecutarse o no, el momento, el precio, la cantidad, cómo va a gestionarse después de su presentación), con limitada o nula intervención humana. Esta definición no incluye los sistemas que solo se proponen dirigir las órdenes a uno o varios centros de negociación, o procesar las órdenes sin que ello implique determinar ningún parámetro de negociación, o confirmar las órdenes o el tratamiento post-negociación de las transacciones ejecutadas».

La negociación algorítmica en los mercados regulados es objeto de regulación incipiente en el Real Decreto-ley. En este sentido, los mercados regulados deberán implantar sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos para garantizar, por un lado, que los sistemas de negociación algorítmica no puedan generar anomalías en las condiciones de negociación en el mercado ni contribuir a tales anomalías; y, por otro, que pueden gestionar anomalías en las condiciones de negociación que puedan surgir de tales sistemas de negociación algorítmica.

Los mercados regulados serán los encargados de velar por el respeto de estos sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos, que incluirán, entre otros, «la petición a los miembros o participantes [de] que realicen pruebas adecuadas de algoritmos y proporcionen los entornos que faciliten dichas pruebas» [...]; «la limitación de la proporción de órdenes de operaciones no ejecutadas que un miembro o participante podrá introducir en el sistema» [...]; «la ralentización del flujo de órdenes ante el riesgo de que se alcance el límite de capacidad del sistema» y «la restricción del valor mínimo de variación del precio que podrá ejecutarse en el mercado» (art. 9.2 del Real Decreto-ley).

SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN

Los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) son aquellos sistemas que, operados por un organismo rector de los contemplados en el artículo 30.2 del Real Decreto-ley, han de tener como objeto social exclusivo la gestión de un sistema que permita reunir, según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros (arts. 26 y ss. del Real Decreto-ley).

Además de los mercados secundarios españoles, en el mercado español operan SMN que negocian tanto acciones admitidas en mercados regulados como valores de deuda pública anotada y valores de deuda corporativa. De entre ellos, destacan el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) o Latibex, el único mercado internacional sólo para valores latinoamericanos.

Mercado de Pyme en expansión

El Real Decreto-ley faculta a la CNMV para que, a solicitud de los organismos rectores que los gestio-

nen, registre como mercado de PYME¹ en expansión aquellos SMN que cumplan los siguientes requisitos:

(i) Disponer en sus normas internas de funcionamiento de las reglas que se detallan a continuación (art. 45 del Real Decreto-ley):

«a) Que al menos el 50 por ciento de los emisores cuyos instrumentos financieros sean admitidos a negociación en el SMN sean PYME en el momento en que el SMN sea registrado como mercado de PYME en expansión. El cumplimiento de este requisito debe evaluarse con una periodicidad anual.

b) Que se establezcan criterios apropiados para la admisión inicial y continuada a negociación de los instrumentos financieros de los emisores en el mercado.

c) Que en el momento de la admisión inicial a negociación de los instrumentos financieros en el mercado, se deberá haber publicado información suficiente que permita a los inversores decidir con conocimiento de causa si invierten o no en los instrumentos financieros, en un documento de admisión adecuado o en un folleto si los requisitos establecidos en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados regulados, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, son aplicables respecto a la presentación de una oferta pública en combinación con la admisión inicial a negociación del instrumento financiero en el SMN.

d) Que los emisores remitan de forma continua al organismo rector y hagan pública la información financiera periódica que incluirá, como mínimo:

1.º las cuentas anuales abreviadas de la entidad y, en su caso, de su grupo consolidado; y

2.º el informe de auditoría.

e) Que los emisores del mercado, tal y como se definen en el artículo 3, apartado 1, punto 21, del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en el emisor, tal y como se definen en su artículo 3, apartado 1, punto 25, y las personas estrechamente

¹ A estos efectos «se entenderá por PYME la empresa con una capitalización de mercado media inferior a 200 millones de euros sobre la base de las cotizaciones de fin de año durante los tres ejercicios anteriores» (art. 45.8 del Real Decreto-ley).

vinculadas a ellos, tal y como se definen en su artículo 3, apartado 1, punto 26, cumplan con los requisitos pertinentes que les sean aplicables conforme al citado Reglamento;

f) Que la información relativa a los emisores de este mercado se almacene en la página web del organismo rector y se difunda públicamente de conformidad con las normas de desarrollo de la Unión Europea; y

g) Que el SMN disponga de sistemas y controles efectivos para prevenir y detectar el abuso de mercado en dicho mercado, tal y como exige el Reglamento (UE) n.º 596/2014 de 16 de abril de 2014».

(ii) Disponer de procedimientos y sistemas eficaces que garanticen en todo momento el cumplimiento de las anteriores reglas.

Si el SMN deja de cumplir los anteriores requisitos o su organismo rector solicita su baja del correspondiente registro, la CNMV podrá cancelar la inscripción de un SMN en el registro como mercado de PYME en expansión.

SISTEMAS ORGANIZADOS DE CONTRATACIÓN (SOC)

Otra de las principales novedades introducidas por MiFID II y que el Real Decreto-ley transpone es la referente a los Sistemas Organizados de Contratación (SOC). En los SOC, a diferencia de lo que ocurre en los mercados regulados y los SMN, la negociación se podrá efectuar a través de reglas discrecionales. Asimismo, se permite que, en determinadas circunstancias, el gestor del SOC opere a través de interposición de su cuenta propia sin riesgo (*matched principal trading*) en valores de renta fija e instrumentos derivados y negocie por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no existe mercado líquido.

Los SOC, al igual que los SMN, deben tener «por lo menos tres miembros o usuarios efectivamente activos, cada cual con la oportunidad de interactuar con todos los demás en lo que respecta a la formación de los precios» (art. 27).

Asimismo, tanto los SOC como los SMN se encuentran sometidos a importantes obligaciones de información para evitar conflictos de interés. Para ello, «los organismos rectores de SMN y SOC facilitarán a la CNMV una descripción detallada del funcionamiento del SMN y SOC incluyendo todo vínculo con, o participación de, un mercado regulado, un SMN, un SOC o un internalizador sistemático perteneciente a la misma

empresa de servicios de inversión o al mismo organismo rector del mercado, así como una lista de sus miembros, participantes y/o usuarios» (art. 40.1). Igualmente, la CNMV deberá poner «esta información a disposición de la AEVM [Autoridad Europea de Valores y Mercados] si esta lo solicita y le notificará toda autorización concedida a un organismo rector que gestione un SOC y un SMN» (art. 40.3).

A pesar de que los SOC constituyen una nueva figura que introduce MiFID II, el 4 de enero de 2018, un día después de la entrada en vigor del Real Decreto-ley, la CNMV publicó que en su sesión de 2 de enero de 2018, su Consejo autorizó los reglamentos de funcionamiento de dos SOC. En su comunicación, pone de manifiesto que las entidades autorizadas habían solicitado y obtenido la correspondiente autorización para la extensión de sus programas de actividades para incluir la gestión de SOC.

Los reglamentos aprobados recogen, entre otras cuestiones, las normas de funcionamiento de estos SOC en relación con las categorías de instrumentos que se podrán negociar, las condiciones de acceso a los sistemas de negociación, las formas y sistemas de negociación, las medidas aplicadas para la compensación y liquidación eficiente de las operaciones, los niveles de transparencia pre- y postnegociación, los mecanismos de suspensión y exclusión, y los procedimientos de supervisión.

CONCLUSIONES

Aunque hubiera sido deseable la incorporación simultánea del contenido íntegro de MiFID II al ordenamiento jurídico español, el Real Decreto-ley transpone la Directiva de manera parcial, centrándose en la implementación de las nuevas normas aplicables a centros de negociación. Es cierto que las entidades e inversores pueden operar con notable seguridad gracias a la aplicación de las directrices y guías técnicas de la ESMA y la CNMV, pero la no trasposición total de MiFID II puede conllevar cierto grado de inseguridad jurídica en los mercados. Las cuestiones referentes a gobernanza de producto, incentivos y análisis, de esencial importancia en el sector de la comercialización de fondos de inversión, no se verán incorporadas a nuestro Derecho hasta la aprobación del ALMVIF.

IBAI PUENTE GONZÁLEZ*

* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).