

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS

DEPARTAMENTO DE MERCADOS SECUNDARIOS

Madrid, 17 de noviembre de 2015

1. Antecedentes

Los representantes de AEB y CECA solicitaron a la dirección de la CNMV la creación de un mecanismo continuado de diálogo entre el supervisor y la industria a fin de abordar conjuntamente las dudas interpretativas y otras cuestiones que se pudiesen plantear con motivo de la aplicación, en enero de 2017, de la nueva normativa MiFID II y MiFIR.

Como respuesta a esta solicitud y con objeto de hacer el mecanismo lo más abierto posible, la Dirección General de Mercados convocó a una reunión a representantes de AEB, CECA, FOGAIN y de las infraestructuras de mercado. Esta reunión tuvo lugar el 16 de noviembre de 2015.

Para esta primera reunión los interesados remitieron una serie de cuestiones relativas a aspectos de mercados e instrumentos financieros de la nueva norma que sirvieron para configurar el orden de la sesión y de los que se da cuenta en este resumen.

2. Introducción: comentarios generales

El director general de mercados de la CNMV dio la bienvenida y realizó varios comentarios generales sobre la reunión y la constitución del grupo:

- CNMV da respuesta a la solicitud de la industria para la creación de un foro al que trasladar dudas sobre implementación práctica de MiFID II y MiFIR mediante la creación de un grupo técnico de trabajo en el que están representados, además de la el Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV, AEB, CECA, FOGAIN, el grupo BME (como gestor de diversos mercados de renta variable, derivados y renta fija domiciliados en España) y varias entidades designadas por AEB y CECA (Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, BBVA, Caixabank).

- Adicionalmente a la creación de este grupo de trabajo, la Dirección General de Mercados de la CNMV ha organizado recientemente sesiones técnicas para abordar temas específicos relativos a MiFID II (que previsiblemente se continuarán en el futuro) y se ha habilitado un buzón de consultas sobre aspectos de mercados de este paquete regulatorio (mifid.mercados@cnmv.es).
- El objetivo de la primera reunión del grupo técnico es discutir algunas de las principales preocupaciones técnicas de la industria sobre los elementos identificados previamente por ellos mismos. Las cuestiones que requieren una interpretación de las normas no consensuada todavía a nivel europeo se trasladarán por la CNMV a ESMA para ser discutidas con otros supervisores de la Unión Europea y poder dar así una respuesta lo más armonizadora posible.
- Las principales conclusiones de las reuniones del grupo técnico serán recogidas en resúmenes que se pondrán a disposición del público en la web de la CNMV con objeto de informar a todos los participantes del mercado.

3. Criterio de liquidez de instrumentos financieros (non-equity instruments)

Uno de los representantes de la industria trasladó la preocupación porque en la metodología estadística de cálculo de los umbrales de protección de operaciones de gran volumen (*large in scale*) y de tamaño específico (*size specific to the instrument*) se excluyan las operaciones de menos de 100.000 € de nominal.

Los representantes de CNMV justificaron que la opinión alcanzada en el ámbito de ESMA es fruto del ejercicio estadístico llevado a cabo, ya que la inclusión de estas operaciones aportaría resultados que no garantizan un nivel de transparencia adecuado. La metodología del cálculo del percentil de operaciones quedaría sesgada a la baja por un alto número de operaciones de pequeño tamaño, características de la operativa de pequeños inversores (retail) y/o de la actividad electrónica.

Por otra parte, la industria transmite su preocupación por la falta de tiempo para adaptar sus sistemas si las cifras concretas de los umbrales no están disponibles con suficiente antelación.

A este respecto los representantes de CNMV pusieron de relieve la dimensión del proyecto de cálculos estadísticos que, entre otras cosas, implica el acceso a los datos a todos los centros de negociación de Europa y, por otro lado, la necesidad de aportar resultados ajustados al momento de puesta en aplicación de la norma con el objetivo de evitar su inmediata desactualización. Inevitablemente, las entidades tienen que adoptar decisiones en base a asunciones, dado que los primeros resultados no estarán disponibles de forma inmediata.

Un representante de la industria trasladó sus dudas sobre los criterios para calificar un bono líquido, al considerar que 2 operaciones de media diaria es insuficiente. Cree que la media se ve desvirtuada por la estacionalidad en la negociación de la renta fija. La CNMV argumenta que la estacionalidad se tiene en cuenta al requerir adicionalmente que un bono negocie el 80% de los días del periodo.

Asimismo, se preguntó por la posibilidad de modificar la clasificación estática de ciertas clases de instrumentos como ilíquidas (por ejemplo, derivados de divisa). La CNMV aclaró que dicha decisión es estable puesto que su modificación sólo se produciría con la reforma del RTS correspondiente, lo que conllevaría un nuevo procedimiento legislativo a nivel de la UE.

4. Régimen de internalización sistemática

Antes de iniciar los detalles del régimen de internalización, uno de los representantes expuso la dificultad de saber qué instrumentos están sometidos a obligación de transparencia, especialmente complicado en el ámbito de los instrumentos derivados. Se planteaba la dificultad de reconocer el perímetro de instrumentos sujetos a transparencia, concretamente si un instrumento negociado OTC por su similitud a un contrato negociado en un centro de negociación (mercado regulado, sistema multilateral de negociación y OTF) está dentro del régimen.

Con respecto a este punto, la industria incide en la gran importancia que tiene la definición de “negociado en un centro de negociación”, especialmente en el caso de derivados OTC que no tengan código ISIN. Se plantea la necesidad de saber si se establecerán similitudes por las características del derivado o por su pay-off, o directamente al no coincidir con un ISIN negociado en un centro de negociación el instrumento no estará sometido a la obligación de transparencia. Asimismo, se trasladó la importancia de contar con un registro único de ISIN donde verificar la obligación.

Los representantes de la CNMV manifestaron que se trata de una cuestión sobre la que ESMA no tiene un mandato específico para incluir en el trabajo técnico de desarrollo (el nivel II), pero que se ha incluido entre las cuestiones identificadas para los trabajos de implementación sobre la que a nivel europeo se intentará aportar una respuesta armonizadora.

Otro de los asistentes preguntó por los cálculos a realizar para analizar la calificación como internalizador sistemático en instrumentos derivados, es decir, si la comparación se debe realizar por instrumento o por clase de instrumento derivado. En este caso, se pedía explicación de si por clases de instrumentos derivados se podría entender las identificadas a efectos de transparencia.

Desde la CNMV se aclaró que las cuestiones relacionadas con la internalización sistemática están recogidas en el asesoramiento técnico elaborado por ESMA y entregado a la Comisión Europea en diciembre de 2014. En este momento, la Comisión Europea tiene que finalizar la elaboración del acto delegado que establezca las condiciones definitivas. En principio, el asesoramiento técnico recoge que, para los instrumentos derivados, el cálculo se realiza teniendo en cuenta la clase de instrumentos derivados. Los representantes de CNMV han sugerido en el ámbito de ESMA que esas clases que se mencionan deberían corresponderse con las identificadas a efectos del régimen de transparencia.

Por otro lado, se preguntó por el cómputo de las operaciones a tener en cuenta en el seguimiento de la actividad OTC por cuenta propia. En opinión de la industria, no queda suficientemente claro conforme a la definición de internalización recogida en la Directiva 65/2014 (UE) art. 4.1. (20) “[...] *la empresa de servicios de inversión, que con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocia por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN o un SOC sin gestionar un sistema multilateral*”.

Respecto a la interpretación de la expresión “por cuenta propia” en este contexto, los representantes de CNMV afirmaron que el asesoramiento técnico entregado sobre internalización sistemática no recoge discriminación entre operaciones por cuenta propia realizadas OTC. No obstante, esta cuestión de la diferenciación entre cliente y contrapartida está identificada en el conjunto de materias a analizar en el nivel III y con probabilidad se dará una indicación precisa sobre todos los aspectos relacionados con los cálculos a realizar.

Otro de los aspectos analizados fue la fuente de los datos relativos al número de operaciones y volumen negociado en la Unión Europea que forman parte de los cálculos necesarios para realizar el seguimiento de la posible calificación como internalizador sistemático.

Desde la CNMV, se indicó que la responsabilidad de analizar si la entidad califica como internalizador o no es exclusivamente de las propias entidades. No obstante, la CNMV está tratando de conseguir que esos datos se incluyan entre las publicaciones de ESMA sobre transparencia de instrumentos financieros, a pesar de que ESMA carece de mandato para ello. Se invitó a trasladar también esta preocupación a otras asociaciones europeas para reforzar un mensaje común respecto a esta necesidad.

A continuación, se plantearon cuestiones concretas sobre la política comercial y gestión de cotizaciones del internalizador sistemático. Varios representantes trasladaron su inquietud por la forma en la que se puede establecer una política comercial de acceso a cotizaciones y de transparencia de las mismas a otros clientes y al resto de participantes del mercado, dado que las cotizaciones son función de la categoría comercial del cliente, su riesgo de

contrapartida y la exposición agregada. Otro de los puntos analizados fue si las cotizaciones de instrumentos non-equity deben ser puntuales a requerimiento, o una publicación continúa durante un determinado periodo de tiempo, y en este segundo caso, por cuánto tiempo.

A este respecto, desde la CNMV, se señaló que se trata de una cuestión interpretativa del nivel I, el tratamiento no discriminatorio, que no ha sido cubierta por el momento en los trabajos desarrollados hasta el momento en el ámbito de ESMA. Sí se recomendó, no obstante, que la política comercial quedase perfectamente definida dentro de los procesos operativos de la entidad.

5. Gestión de excepciones a la transparencia (waivers, diferimientos) y publicación de operaciones OTC (APA).

Los asistentes preguntaron a la CNMV sobre el planteamiento que se espera tener en España respecto a la aplicación de excepciones a la transparencia que permite la norma. Se mostraron preocupados por las posibles asimetrías en su aplicación a nivel europeo y el consiguiente arbitraje regulatorio. En concreto, algunos representantes de la industria manifestaron especial preocupación por conocer lo antes posible la aplicación o no del waiver de pre-transparencia en derivados no sujetos a la obligación de negociación en centros de negociación, ya que lo consideran un aspecto crítico para el sector y de no aplicarse la excepción implicaría comenzar a hacer importantes desarrollos tecnológicos y de procesos.

Los representantes de CNMV afirmaron que la aplicación de los waivers y diferimientos es opcional, aunque sujeto a un proceso de autorización, e incluso dentro de su aplicación como, por ejemplo, en la publicación diferida de operaciones en instrumentos distintos de la renta variable (non-equity) hay un abanico de posibilidades. Por tanto, asegurar que haya un esquema único en Europa del uso de las excepciones a la transparencia parece poco probable (situación actual en renta variable sin ir más lejos con el actual marco MiFID I).

Respecto al procedimiento de autorización para instrumentos non-equity, la CNMV puntualizó que existen una serie de waivers de pre-transparencia con un alto grado de automatismo respecto al juicio sobre su conformidad con MIFIR (por ejemplo, los que se basan en el cumplimiento de los umbrales fijados por la norma o los comprendidos en el artículo 9.1. c.), lo que facilitará las decisiones sobre su concesión.

La CNMV tendrá en cuenta las opiniones de la industria en sus decisiones sobre waivers y diferimientos y en todo caso un factor relevante será el establecimiento de un marco de igualdad de oportunidades para las entidades sujetas a su supervisión. Asimismo, el Departamento de Mercados Secundarios trabajará para publicar sus decisiones sobre el

régimen de transparencia con una antelación suficiente a la aplicación de MiFID II, que permita a las entidades estar preparadas para dicha aplicación.

Se informó al grupo que la gestión de las solicitudes de aplicación de excepción, en el caso de la pre-transparencia, necesita de un proceso de puesta en común con ESMA. Por consiguiente, una de las líneas de trabajo en el nivel III será la creación de un procedimiento diferenciado para instrumentos de renta variable y otro para instrumentos distintos de renta variable. Se informará puntualmente sobre los avances para la solicitud de excepciones antes de la aplicación del conjunto normativo.

En otro orden de cosas, las entidades preguntaron por el conocimiento de la CNMV sobre iniciativas en España para constituir un agente de publicación autorizado (APA) con objetivo de dar publicidad a las operaciones realizadas OTC, sujetas al régimen de post-transparencia.

Uno de los representantes de BME manifestó que se ha anunciado públicamente a través de diversos foros la intención de BME de constituir un APA.

6. Reporting de operaciones

Los asistentes preguntaron sobre las sinergias en el reporte de operaciones bajo EMIR y MiFID II y MiFIR y la posibilidad de dar por cumplidas las obligaciones de Transaction Reporting en el caso de los derivados ya reportados a un Trade Repository.

La CNMV explicó que no es posible una completa armonización ya que las dos regulaciones tienen objetivos distintos y los reportes necesarios no son exactamente iguales.

Se aclaró que en el caso de delegación del reporte a un Trade Repository que se haya convertido en ARM (*Approved Reporting Mechanism*), la entidad deberá tener en cuenta que tendrá que enviar al ARM la información completa de los campos que no coincidan entre los reportes.

En relación con la delegación de la comunicación de operaciones, ésta se podrá realizar para el envío de los reportes a través de un ARM o del propio mercado. Está pendiente de aclarar si es posible la subcontratación en un tercero para la elaboración de los reportes, siempre respetando que el envío se realice por la propia entidad obligada.

Por otra parte, la CNMV informó de la necesidad de que la industria aporte sus opiniones respecto a la Guía que se publicará para consulta posiblemente a final de año.

Se plantea por parte de la industria la dificultad que supone el hecho de que hay clientes que realizaron operaciones antes de la entrada en vigor de la obligación de disponer de un LEI y,

por tanto, que no disponen de él, y quieren deshacer la operación. El hecho de tener que tramitarlo sólo para deshacer una posición conlleva un perjuicio para el cliente, por lo que se plantea la necesidad de una solución alternativa.

7. Próximos pasos

El director de mercados secundarios de la CNMV invitó a las entidades a proponer nuevos temas para la siguiente reunión. Por el momento, no hay fecha programada a expensas de poder agrupar una serie de temas que permitan organizar una sesión similar a la celebrada, sin perjuicio de poder seguir realizando consultas a través del e-mail mifid.mercados@cnmv.es

La industria ha manifestado el deseo de realizar una reunión monográfica sobre aspectos de mejor ejecución. La Dirección General de Mercados tomó nota de esta petición y se estudiará cuándo organizar dicha discusión con la Dirección General de Entidades.

Sin otro particular, se dio por concluida la reunión.