



## Resumen de la reunión del Grupo Técnico de Implementación MiFID II –MiFIR (aspectos relativos a los Mercados) 15 de junio de 2016

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS

DEPARTAMENTO DE MERCADOS SECUNDARIOS

Madrid, 27 de junio de 2016

### 1. Antecedentes

En el año 2015, 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 de la nueva normativa MiFID II y MiFIR.

El pasado 16 de noviembre de 2015 tuvo lugar la primera reunión para tratar aspectos relacionados con la parte de mercados e instrumentos financieros de esta nueva normativa, a la que asistieron representantes de AEB, CECA, FOGAIN y de las infraestructuras de mercado.

La Dirección General de Mercados de la CNMV convocó al grupo a una segunda reunión el pasado 15 de junio, con objeto de informar de la evolución del proyecto normativo y de atender cuestiones propuestas por la industria, sobre cuyas principales conclusiones se da cuenta en este resumen.

### 2. Introducción: comentarios generales

El director general de mercados de la CNMV dio la bienvenida a los asistentes y agradeció la contribución de las entidades respecto a las cuestiones planteadas.

El director de mercados secundarios informó a los asistentes sobre el estado de tramitación de la propuesta de la Comisión Europea (CE) para el retraso en la aplicación de MiFID II – MiFIR hasta el 3 de enero de 2018 (anterior 3 de enero de 2017) y cuya motivación está relacionada con las cuestiones de orden tecnológico, que inciden directamente en la aplicación efectiva de la norma.

En primer lugar, se informó sobre el acuerdo político alcanzado el 18 de mayo entre el Consejo y el Parlamento Europeo para el retraso de 1 año, tanto para la fecha de aplicación de la Directiva y el Reglamento (3 de enero de 2018), como para el período de transposición (3 de julio de 2017).

En segundo lugar, se informó sobre otros aspectos concretos que se incorporan en los textos que darán lugar a las modificaciones normativas:

- Exención de la aplicación de la Directiva a entidades no financieras que operen para cubrir riesgos de su actividad comercial
- Exención de los package orders de la obligación de pre-transparencia
- Nuevo mandato a ESMA para que defina mercado líquido para un package order
- Exención de la aplicación del régimen de transparencia a las Securities Financing Transactions (SFT)

### **3. Avances en el estado de aprobación de actos delegados y estándares técnicos (nivel II).**

Se informó sobre el estado de desarrollo de los actos delegados y de los estándares técnicos que conforman el desarrollo técnico de MiFID II – MiFIR.

La CE está trabajando en el proceso de aprobación de forma escalonada, teniendo en cuenta los plazos de oposición de Consejo y Parlamento. En este sentido, se espera que tanto las modificaciones de nivel I, que recogerían el retraso, como el conjunto de normas técnicas de desarrollo, que conforman el nivel II, estén oficialmente publicadas lo antes posible.

Un representante de la industria solicitó información sobre el estado de la transposición a la normativa nacional de la Directiva MiFID II y sugirió que las entidades desearían poder ir trabajando sobre borradores del texto. En este aspecto, el Director de Mercados Secundarios informó que la CNMV ha propuesto a Tesoro crear un grupo de trabajo para la transposición.

En relación a los trabajos de desarrollo práctico, que conforman el nivel III, se informó que el trabajo en ESMA está organizado en grupos específicos, bajo coordinación de los comités permanentes de mercados secundarios, de datos de mercado y de derivados sobre commodities (SMSC, MDSC y CDTF). Estos grupos de trabajo ya han avanzado en cuestiones como, por ejemplo, las guías que prescribe el propio nivel I y en cuestiones prácticas sobre la limitación en el uso de excepciones a la transparencia (waivers) y en el régimen de tick-size (renta variable).

#### **4. Definición de actividad de negociación algorítmica y de actividad de negociación de alta frecuencia (HFT)**

Varios representantes expresaron que, debido a la definición de trading algorítmico que se ha incluido en el Reglamento Delegado, sus entidades podrían ser capturadas bajo esta definición y expresaron que su actividad no responde a la idea que los participantes en los mercados tienen sobre ese tipo de actividad.

Por otra parte, piden confirmación sobre si la actividad de creadores de mercado quedaría sujeta a la definición de HFT. Explican que en determinados instrumentos de deuda, warrants y derivados utilizan sistemas para dar cotización de forma automática, sin tener en ningún momento espíritu de operar como un HFT.

Los representantes de CNMV explicaron la motivación y el contenido regulatorio que MiFID II reserva a las actividades de negociación algorítmica y de alta frecuencia (HFT). Recordaron que buena parte del contenido regulatorio de desarrollo que se ha incorporado en los estándares técnicos aplicables a centros de negociación y a empresas de inversión forma parte actualmente de las guías de negociación automatizada publicadas por ESMA y adoptadas por la CNMV en 2012 (ESMA 2012/122). Por tanto, en este sentido no cambian sustancialmente las obligaciones a las que están ya sujetas las entidades.

Por otro lado, se analizaron las obligaciones de creación de mercado que quedan recogidas en el borrador de estándar técnico RTS (8), según la numeración de ESMA, que desarrolla los artículo 17(7) (a), (b) y (c) y 48 (12) (a) y (f) de MiFID II.

Desde la CNMV se pidió a las entidades que realicen sus análisis teniendo en cuenta que se trata de obligaciones separadas (negociación algorítmica, negociación de alta frecuencia, contratos de creación de mercado en el sentido del artículo 17.4 MiFID II sobre negociación algorítmica y acuerdos de creación de mercado en el sentido del artículo 48.2 MiFID) y que cada actividad lleva aparejadas unas obligaciones determinadas. Las definiciones de negociación algorítmica 4.1 (39) y de alta frecuencia 4.1 (40), incluidas en el texto de MiFID II, no contemplan una exención por condición de actividad de creación de mercado.

#### **5. Definición de internalizador sistemático y actividad de OTF**

Los asistentes preguntaron por la redacción adoptada por la CE en el texto del Reglamento Delegado que desarrolla MiFIR, concretamente, sobre las obligaciones del internalizador sistemático para bonos. Según el artículo (13), se considerará que una entidad es internalizador sistemático para una clase de bonos emitidos por el mismo emisor si supera los umbrales establecidos para un bono de esa clase.

Los representantes de CNMV manifestaron que, en este punto, hay una desviación consciente de la CE respecto al asesoramiento técnico de ESMA y que la introducción del concepto de “*clase de bono de un mismo emisor*” plantea cuestiones operativas, puesto que no están definidas esas clases.

En opinión de los asistentes, esta situación puede provocar que una entidad que hace internalización en un bono ilíquido concreto se vea obligado a ser internalizador para todos los bonos de ese emisor, entre los que pueden incluirse bonos líquidos. Las entidades argumentaron que la implementación de esta obligación les puede suponer muchos costes tecnológicos, lo que podría derivar en consecuencias no deseadas, como podría ser dejar de ofrecer liquidez en bonos ilíquidos.

Una de las entidades propuso amortiguar el efecto perjudicial diferenciando, dentro de la clase de bonos de un mismo emisor, aquellos bonos líquidos de los que no lo son. Es decir, en el diseño de las clases se debería tener en cuenta esta condición.

En este punto también se trató la prohibición o no de que un internalizador sistemático realice operativa de interposición de la cuenta propia sin riesgo, *matched principal trading*, ante las diferentes lecturas que suscita el considerando (19) del Reglamento Delegado de la CE que desarrolla MiFIR.

Ambas cuestiones requieren de una interpretación consensuada a nivel europeo por lo que la CNMV lo trasladará a ESMA.

Por otro lado, el representante del FOGAIN trasladó la duda de las entidades a las que representa sobre el posible impacto que la nueva figura de sistemas organizados de contratación (OTF) pueda tener para los intermediarios de deuda, es decir, si su actividad debería recogerse bajo esta figura. En este asunto, los representantes de la CNMV manifestaron que se va a tratar en ESMA el concepto de actividad multilateral, aspecto que ayudará a saber qué tipo de operativa tendrá que estar sujeta a la obligatoriedad de crear un OTF. Asimismo, se invitó a analizar y trasladar comentarios sobre el enfoque que el regulador británico UK-FCA planteó en la consulta pública CP15/43 (dic-15) sobre este particular de la multilateralidad.

## **6. Datos pendientes de publicación**

Las entidades preguntaron cuándo está previsto publicar los resultados de los análisis de calibración de la liquidez para los distintos instrumentos y los volúmenes de negociación a nivel europeo.

Los representantes de CNMV recordaron que el desarrollo del proyecto FIRDS de ESMA para el desarrollo de herramientas tecnológicas motiva la propuesta de retraso. En este contexto, las previsiones de puesta en funcionamiento de los sistemas coincide con la entrada en aplicación de MiFID II/ MiFIR, aunque también se contempla la realización de cálculos transitorios. Se explicó, asimismo, que para que los cálculos realizados sean válidos para su aplicación, los períodos de observación que los soportan no pueden estar muy alejados en el tiempo. Por tanto, no se baraja ninguna publicación específica en los próximos meses sino más bien en fechas próximas a la aplicación de la norma.

Respecto a la publicación de volúmenes negociados en la UE, se indicó que la CNMV está tratando de que esta publicación se produzca de forma centralizada a través de ESMA, aunque no existe obligación legal de publicación de esta información.

## **7. Divisas y seguros de cambio**

Las entidades pidieron aclaración sobre cuándo los seguros de cambio se consideran medios de pago y, por tanto, no son considerados instrumentos financieros. Mostraron su preocupación respecto al impacto bajo la regulación de PRIIPS si todos los seguros de cambio son considerados instrumentos financieros.

Los representantes de CNMV pidieron a las entidades que aportasen las razones que motivan la falta de claridad y que se analice esta cuestión en el contexto de la redacción aportada en el propio Reglamento Delegado de la CE, a través del considerando (10) a (13) y el propio artículo (10).

## **8. Futuro de la negociación OTC de derivados**

Al igual que se planteó en la reunión anterior, las entidades mostraron preocupación por el perímetro de aplicación de la norma respecto a los instrumentos derivados, especialmente, en el caso de derivados OTC y de las obligaciones de transparencia relacionadas.

La CNMV confirmó que, conforme a las dudas recogidas en la sesión anterior, se han planteado varias preguntas a ESMA y que serán tratadas de forma coordinada a nivel europeo.

La CNMV aprovechó para informar que, previsiblemente, para el mes de septiembre de 2016 ESMA publicará un documento a consulta pública sobre la obligación de negociación de derivados en plataforma, como desarrollo de la obligación recogida en el artículo 28 y 32 de MiFIR y de los RTS 4 y 5.

Teniendo en cuenta la obligación de negociación de derivados y el resultado que aporte el análisis que ESMA realizará en los próximos meses, se considera que se podrá aportar mayor claridad a esta cuestión.

## **9. Materialización de las obligaciones pre-trade**

Los asistentes solicitaron aclaraciones sobre el medio de publicación y el tiempo mínimo en el que deben mantener una cotización publicada para que los internalizadores sistemáticos den cumplimiento a las obligaciones de pre-transparencia.

Los representantes de CNMV recordaron las indicaciones que el propio articulado de MiFIR recoge en materia de acceso no discriminatorio y la posibilidad de actualización de cotizaciones en firme. Sin perjuicio de esto último, las cuestiones relacionadas con las características de las políticas comerciales de acceso a cotizaciones se han planteado en el ámbito de ESMA y se espera poder abordarlas en los próximos meses.

El director de mercados secundarios pidió, al igual que en la reunión anterior, que las entidades aporten sus ideas y posibles interpretaciones prácticas y concretas a este respecto para que sirvan de ayuda y alimenten el debate a nivel europeo.

## **10. Comercialización de datos**

Respecto a la preocupación por la definición de “condiciones comerciales razonables” por parte de los asistentes, la CNMV expuso las diferentes alternativas que consideró ESMA en su *technical advice*.

La propuesta final de ESMA, que ha quedado reflejada en el borrador de acto delegado, consiste en un enfoque basado en la cobertura de costes y principios de transparencia, tales como la desagregación de la comercialización de datos de otros servicios, que las tarifas sean no discriminatorias, que se carguen de forma individual para cada usuario y que sean accesibles al público.

Desde la CNMV se señaló que es bien recibida la aclaración del concepto “condiciones comerciales razonables”, ya recogido en la normativa actual pero hasta ahora indefinido. A pesar de ello, la CNMV indicó que los criterios establecidos no difieren significativamente de los que se consideran a la hora de ejercer la facultad de establecer excepciones o limitaciones a los precios máximos de los servicios de las infraestructuras de mercado españolas: (i) afectar a la solvencia de la infraestructura (cobertura de costes), (ii) provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o los principios que lo rigen, o (iii) introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos usuarios de los servicios de la entidad.

## 11. Próximos pasos

A lo largo de la reunión, CNMV solicitó a los participantes que envíen por escrito sus argumentaciones y preocupaciones de orden práctico, respecto a los temas propuestos cuya resolución deba ser acordada o discutida a nivel europeo.

El Director de Mercados Secundarios de la CNMV invitó a las entidades a proponer nuevos temas para conformar el orden del día de la siguiente reunión. Por el momento, aunque no hay fecha programada para la misma, las entidades que lo deseen pueden continuar realizando consultas a través del e-mail [mifid.mercados@cnmv.es](mailto:mifid.mercados@cnmv.es)

Sin otro particular, se dio por concluida la reunión.