



## **Documento de debate de ESMA sobre MiFID II y MiFIR. (Discussion paper on MiFID II/MiFIR.)**

**Enlace al documento: [Discussion paper on MiFID II/MiFIR.](#)**

### **1.- A quien va dirigido (potenciales interesados):**

- Autoridades competentes.
- Infraestructuras de mercado
- Empresas de Servicios de Inversión y Entidades de crédito sujetas a MiFID II/MiFIR.
- Asociaciones de intermediarios.
- Inversores institucionales y minoristas
- Asociaciones de inversores y consumidores.
- Participantes de los mercados en general.

### **2.- Nota Informativa**

ESMA ha publicado, con fecha 22 de mayo, un documento de debate para preparar los proyectos de estándares técnicos de regulación y de implementación de desarrollo de la nueva Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante MiFID II) y del Reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012 EMIR (en adelante MiFIR). ESMA pretende conocer la opinión de la industria en relación a las cuestiones objeto de este documento de debate y, con las respuestas recibidas, publicará un documento a consulta con los textos concretos de los proyectos de estándares técnicos a finales del 2014 o principios del 2015. Una vez concluido el trámite de consulta pública, ESMA remitirá los proyectos de estándares técnicos a la Comisión Europea para su refrendo quien, a su vez, los enviará al inmediateamente Parlamento Europeo y al Consejo. Si no hubiera oposición, los estándares técnicos de regulación o de implementación se aprobarán por medio de reglamentos o decisiones de obligado cumplimiento en la Unión Europea.

Los primeros proyectos de MiFID II/MiFIR (20/10/2011), se publicaron hace ya más de tres años y medio en los que se ha venido trabajando para lograr unos textos que permitan el adecuado desarrollo de los mercados y la protección de los inversores. El 14/01/2014 se alcanzó finalmente el acuerdo político entre el Consejo y el Parlamento sobre los textos MiFID II/MiFIR que se aprobaron en el Parlamento Europeo el 15/04/2014 y se publicaron en la página web del Consejo el 29/4/2014, estando actualmente en fase de traducción a las lenguas oficiales para su publicación posterior en el BOUE.

MiFID II/MiFIR contienen numerosos requerimientos a ESMA para que prepare proyectos de estándares técnicos que luego serán refrendados por la CE en forma de Reglamentos delegados. El contenido del documento de debate, frente al documento a consulta

publicado en la misma fecha, tiene por objeto las materias más innovadoras y técnicamente más complejas. Es un documento de gran extensión debido al número de preceptos de MiFID/MiFIR que requieren desarrollos de nivel 2. ESMA solicita la opinión de inversores y participantes en los mercados a lo largo de todo el documento y formula 615 preguntas sobre las propuestas que contiene el documento de debate que se puede dividir en dos grandes áreas:

## **1. Estructura, transparencia y regulación de mercados financieros**

El documento de debate se centra en los aspectos siguientes: i. transparencia de los mercados; ii. micro estructura de los mercados (que incluye, entre otros, requisitos organizativos de los mercados y de las empresas de servicio de inversión, creadores de mercado y asuntos relacionados con la negociación algorítmica y de alta frecuencia); iii. publicación de datos de mercado y acceso a los mismos; iv. admisión, suspensión y exclusión de instrumentos financieros en los mercados; v. comercialización de datos de mercados; y vi. asuntos relativos al acceso a CCP, a centros de negociación y a la información de índices de referencia..

A continuación se resume el contenido de las áreas más relevantes del documento de debate con la intención de mostrar a los participantes de los mercados españoles la importancia y trascendencia de responder a la consulta efectuada por ESMA:

### Transparencia pre y post negociación para acciones y para instrumentos similares a acciones

El nuevo régimen extiende los requisitos pre transparencia a los instrumentos similares a acciones. Son instrumentos similares a acciones los certificados de depósito, fondos cotizados, certificados (participaciones preferentes en España y *genussscheine* en Alemania) e indicaciones de interés ejecutables.

ESMA considera que el tipo de sistema de negociación del mercado regulado o del SMN debe ser el punto de comienzo para determinar el nivel apropiado de pre transparencia y, por lo tanto, propone que los diferentes sistemas de negociación de la Tabla 1, anexo 2 de MiFID I (subasta continua, mercado dirigido por precios o por órdenes, subastas regulares y otros modelos) y los diferentes tipos y niveles de transparencia de estos sistemas se consideren apropiados y, por lo tanto, se mantengan en MiFID II y se extiendan a los instrumentos similares a acciones.

ESMA propone que la exención sobre órdenes de elevado volumen en comparación con el volumen normal del mercado continúe basándose en el efectivo medio diario, en inglés *average daily turnover* (ADT). La propuesta amplía el número de clases de ADT de 5 a 8 y presenta a la opinión de los interesados una modificación de los umbrales. Una subida del umbral reduciría el número de operaciones que se pueden beneficiar de la excepción de transparencia y viceversa.

ESMA pregunta sobre los elementos a valorar en relación al resto de excepciones a la aplicación del régimen de pre transparencia de la MiFIR: a) precios referenciados, respecto de la cual propone una definición de mercado más relevante en términos de

liquidez; y b) operaciones negociadas al margen de los mercados diferenciando entre valores líquidos e ilíquidos. La nueva regulación impone dos límites acumulativos al uso de estas excepciones: i. una plataforma de negociación individualmente no puede tener una cuota de mercado superior al 4% de la negociación beneficiada del uso de estas excepciones, y ii. el volumen conjunto beneficiado de esas excepciones en el conjunto de la Unión Europea no puede superar el 8% del total negociado sobre esos productos. ESMA pregunta cómo debería cumplirse la obligación de control de estos límites.

Respecto de los internalizadores sistemáticos, ESMA reflexiona sobre las condiciones de la publicación de una cotización en firme cuando esa cotización refleje las condiciones del mercado, y sobre el volumen mínimo a partir del cual un internalizador sistemático estaría obligado a publicar la cotización en firme.

En relación con la transparencia post negociación, ESMA plantea también los elementos mínimos de la información a publicar, y la posibilidad de incluir algunos indicadores que se deberían hacer públicos en relación a distintos aspectos de una transacción, por ejemplo, un indicador de que se trata de una operación que ha estado sujeta a una excepción a la aplicación del régimen de pre transparencia por cualquiera de los tres motivos que la legislación permite. Además, se incluyen cuestiones sobre si el retraso en la información post negociación debe limitarse a un minuto, salvo para las transacciones consideradas de gran volumen que podrían tener otros retrasos en su publicación.

#### Transparencia pre negociación y post negociación para instrumentos distintos de acciones

MIFID II y MIFIR obligan a un mínimo nivel de transparencia en productos distintos de las acciones. ESMA recaba la opinión de los inversores sobre la definición de instrumento líquido, sobre el enfoque de la transparencia según las clases de activos frente a un enfoque más detallado de instrumento por instrumento, sobre la categorización de activos desde productos financieros estructurados (titulizaciones) hasta bonos (soberanos, corporativos, convertibles) y derivados, sobre la elección de una metodología que se considere apropiada, y sobre las excepciones al régimen de transparencia en tales instrumentos líquidos.

#### Obligación de negociación para acciones y derivados

Un aspecto muy significativo de la nueva MIFID II y MIFIR es la nueva forma en la que se trata la concentración de la negociación en los mercados e internalizadores sistemáticos sometidos a un régimen de transparencia limitando la operativa OTC sobre acciones y, en relación a los derivados, recordando las exigencias de la EMIR en cuanto a la obligación de compensación en Entidades de Contrapartida Central (CCPs). En este sentido, ESMA requiere de los participantes en los mercados su opinión sobre la identificación de excepciones a la obligación de negociación de acciones en mercados e internalizadores sistemáticos, y sobre los métodos para la identificación de clases de instrumentos derivados que deberían estar sujetos a la obligación de negociación en plataforma.

#### Requisitos de organización de firmas de inversión y plataformas de negociación

ESMA propone requisitos organizativos para firmas de inversión y plataformas de negociación similares a los contemplados en las Directrices de la propia ESMA sobre sistemas y controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizada (Febrero 2012).

En relación con el *tick size* (variación mínima del precio de cotización de un instrumento), ESMA analiza la forma de fijar un *tick* ajustado al perfil de liquidez de las acciones e instrumentos similares. ESMA propone dos opciones: 1) una tabla basada en una fórmula matemática con cuatro bandas de liquidez y 17 rangos de precios, cada instrumento se coloca en una banda de liquidez según el número medio de transacciones del año anterior, de forma que en el año siguiente, el instrumento sólo puede moverse de rango de precio dentro de la misma banda de liquidez; y 2) una tabla única común con una banda de precios para instrumentos líquidos y otra para instrumentos ilíquidos, con un factor de ajuste en el caso de que la *ratio spread* respecto al *tick* caiga por debajo de dos .

ESMA, en relación con las estrategias, acuerdos y mecanismos de los creadores de mercado, debe desarrollar las siguientes medidas: i. desde la perspectiva de las firmas de inversión, debe determinar cuándo deben firmar un acuerdo de creación de mercado, solicita la opinión de los participantes de los mercados en relación con el contenido de tales acuerdos y debe fijar las circunstancias excepcionales en las que el creador de mercado no está obligado a dar precios; ii. desde la perspectiva de las plataformas de negociación, debe determinar los casos en los que no sería apropiado tener un mecanismo de creación de mercado (que supla a los creadores de mercado); y iii. desde la perspectiva de la estructura de tarifas e incentivos, debe considerar qué requisitos deben tener estos mecanismos para no ser considerados como un elemento que fomente la creación de circunstancias que alteren el ordenado funcionamiento del mercado.

ESMA debe determinar el ratio "*order-to-trade*" (OTR) máximo, es decir, el ratio máximo de órdenes no ejecutadas que pueden entrar en el sistema. ESMA propone que el ratio OTR sea x veces la media observada de OTR en los participantes en el mercado y que se revise anualmente.

#### Acceso a Entidades de contrapartida central (CCPs), a centros de negociación y a índices de referencia

ESMA propone una especificación de las causas por las que el acceso a CCPs y a plataformas de negociación puede ser denegado basadas en los riesgos a los que dicho acceso puede dar lugar y que no pudieran ser mitigado. Por ejemplo, para CCPs, que el volumen de transacciones y el número y tipo de usuarios exceda de la capacidad de la CCP, que el coste de garantizar el acceso amenace la viabilidad de la CCP o que posibles conflictos de ley amenacen el cumplimiento de la normativa de una CCP. En el caso de plataformas de negociación de derivados se proporciona un período transitorio de excepción de obligación de conceder acceso durante 30 meses si el volumen notional negociado durante el año anterior es inferior a 1 billón de euros.

ESMA propone que una autoridad competente no permita el acceso cuando conozca que la CCP o la plataforma de negociación puedan por este acceso no cumplir con sus

obligaciones legales o exista un riesgo de fragmentación de la liquidez (tal como la define MiFIR).

ESMA desarrolla una lista de aspectos que deberían incluirse en los acuerdos de acceso y describe los requisitos de las garantías a aportar y el neteo de garantías de contratos relacionados y la compensación de los contratos económicamente equivalentes.

ESMA describe las condiciones de un trato no discriminatorio cuando se garantiza el acceso a una CCP o a una plataforma de negociación y propone la remisión al Reglamento EMIR en lo relativo a la gestión de riesgos y garantías.

En el acceso a índices de referencia, ESMA debe especificar la información a proporcionar a plataformas de negociación o CCPs como, por ejemplo, información sobre la metodología y la composición del índice. ESMA plantea la cuestión de si la información obtenida en virtud del acceso para el desarrollo de la actividad del centro de negociación o de la CCP debe o no facilitarse a sus miembros, participantes o usuarios. ESMA proporcionará una lista de aspectos que deben incluirse en los acuerdos de acceso y una lista de factores para determinar si se produce una innovación en un índice.

#### Remisión y almacenamiento de datos sobre transacciones

La ampliación del ámbito de los instrumentos financieros sobre los que las firmas de inversión deben comunicar sus operaciones es un importante reto para preparar los estándares técnicos. La expansión del ámbito incluye, entre otros, derechos de emisión e instrumentos financieros donde el subyacente es un índice o una cesta compuesta de instrumentos financieros negociados en una plataforma de negociación. Esta diversidad hace que algunos de los nuevos instrumentos ahora sujetos a la obligación de remisión de información no tengan en la actualidad estándar alguno para la comunicación de operaciones.

MiFIR aumenta significativamente el número de datos y el número de campos de la remisión de información de una transacción. El documento de debate pretende lograr una consistencia en la medida de lo posible entre diferentes normas como el Reglamento de abuso de mercado (MAR) o el Reglamento sobre ventas en corto (SSR).

Las obligaciones de registro para los operadores de plataformas de negociación incluyen los datos relevantes de todas las órdenes sobre instrumentos financieros negociados a través de su sistema de negociación. ESMA propone tres opciones: i. los datos de la orden deben ser almacenados según las normas internas de la plataforma de negociación; ii. Los datos deben ser almacenados en un formato particular (por ejemplo, código asignado de acuerdo con estándares internacionales); combina los otros dos de forma que algunos datos tienen un formato especificado y otros no.

#### Posiciones en derivados sobre *commodities*: comunicación y establecimiento de límites.

El ámbito de aplicación de las obligaciones de comunicación de posiciones es más amplio que el referido a límites a las posiciones, puesto que éste último sólo se aplica a los

derivados sobre materias primas mientras que la obligación de comunicación de posiciones se extiende también a las posiciones en derechos de emisión y sus derivados.

Los miembros de las plataformas de negociación deben comunicar al menos diariamente sus posiciones y las de sus clientes (titulares finales) a las plataformas de negociación. Adicionalmente las firmas de inversión deben comunicar al menos diariamente sus posiciones y las de sus clientes (titulares finales) en derivados sobre *commodities* a las autoridades competentes. Asimismo, cada plataforma debe publicar para cada contrato un informe semanal desglosando sus posiciones abiertas, por categorías de participantes en el mercado, siempre que se excedan unos umbrales mínimos de número de titulares y posición abierta en el mercado a establecer por ESMA.

Asimismo ESMA establecerá el contenido de los informes semanales y diarios mencionados en el párrafo anterior. En este contexto ESMA explora las posibilidades de la utilización, en el cumplimiento de las obligaciones de comunicación de posiciones en derivados de *commodities*, de la infraestructura derivada de otra regulación en proceso de implantación, como son los Registros de Operaciones (*Trade Repositories*) del Reglamento EMIR.

En cuanto a los límites a las posiciones en derivados sobre *commodities*, las autoridades competentes calcularán e impondrán límites a la posición neta que cada titular pueda tener en derivados de *commodities*, a partir de una metodología desarrollada por ESMA que también será la encargada de supervisar su aplicación.

ESMA expone su visión de cómo integrar los diferentes factores que la MiFID establece que deben ser tenidos en cuenta en la metodología de cálculo de los límites a las posiciones y propone una metodología basada en diferenciar entre los contratos del mes siguiente (los del siguiente vencimiento) y el resto de contratos con vencimiento más alejado.

Asimismo se discute sobre cómo las características propias de derivados de distintos activos subyacentes (metales, gas, electricidad, productos agrícolas etc.) aconsejan la imposición de límites flexibles y específicos.

## **2. Protección del inversor: regulación de normas de conducta**

### Autorización de las empresas de servicios de inversión

La propuesta de ESMA desarrolla la información a proporcionar a la autoridad competente del Estado de Origen para la autorización de firmas de inversión dividida en los apartados siguientes: información general, documentos constitutivos, información sobre el capital, sobre los accionistas, sobre las personas encargadas de la gestión y dirección del negocio, sobre las actividades y sobre la organización. ESMA pregunta, en particular, por el posible aumento de los costes excepcionales durante el proceso de autorización y si ello dificultaría el cumplimiento de los requerimientos que se describen.

El contenido del documento está basado en el proyecto de estándares técnicos regulatorios de ESMA sobre requerimientos de información para la evaluación de

adquisiciones e incrementos de firmas de inversión, los informes de CESR sobre el pasaporte en MiFID y las directrices de EBA sobre la idoneidad de los miembros del consejo de administración y los accionistas clave. ESMA está interesada en conocer la opinión de la industria aunque no es una materia controvertida dentro del grupo de trabajo.

### Libertad para prestar servicios de inversión/establecimiento de una sucursal

El documento recoge propuestas sobre la notificación de información a proporcionar por las firmas de inversión y las entidades financieras ejercitando sus derechos bajo la libertad de prestación de servicios y la libertad de establecimiento.

Las propuestas se basan en el trabajo ya existente realizado por ESMA y (su antecesor CESR). ESMA está interesada en conocer la opinión de la industria aunque no es una materia controvertida dentro del grupo de trabajo.

### Mejor ejecución

ESMA propone el contenido, formato y periodicidad de la información que todas plataformas de negociación deben publicar en relación con la calidad de su ejecución. ESMA propone que se publiquen datos de todos los instrumentos financieros y que la publicación de la información no sea sólo de periodicidad anual sino más frecuente.

ESMA considera que la calidad de la ejecución debe contemplarse en relación a un periodo de referencia uniforme y sobre un mínimo de detalles específicos o indicadores métricos de calidad (velocidad, probabilidad, precio y coste de ejecución), y publicarse en un formato estandarizado que permita la comparación entre plataformas. ESMA entiende que sería razonable aplicar los indicadores de calidad dividiendo las órdenes en función de su tamaño o valor. ESMA propone que el precio necesario para evaluar la ejecución sea un precio de referencia y que la probabilidad de ejecución se mida por porcentaje de acciones no ejecutadas al final del periodo o del día y pregunta si la modificación de una orden debe o no ser tenida en consideración. ESMA plantea la forma de presentación de los datos: su frecuencia (diaria, semanal, o mensual) y si se debe referir a un instrumento financiero o más de uno.

ESMA está también interesada en los costes que sus propuestas puedan suponer para las plataformas de inversión.

ESMA también propone el contenido y formato de la información que las empresas de servicios de inversión deben publicar sobre las cinco plataformas a las que más órdenes dirigen así como información sobre la calidad de la ejecución obtenida.

ESMA propone que se informe de si: los internalizadores sistemáticos, creadores del mercado, negociación OTC o negociación por cuenta propia representan una de las 5 más importantes formas de ejecutar órdenes de clientes; las órdenes son directas e indirectas y la forma de agregación de ambas clases de órdenes; los clientes son minoristas u otra clase de clientes.

Las firmas prepararán un resumen anual por clase de instrumento con referencia al ejercicio anterior o a trimestres fijados.

ESMA considera que la calidad de la ejecución debe contemplarse en relación a un periodo de referencia uniforme y sobre un mínimo de detalles específicos y publicarse en un formato estandarizado para facilitar la comparación. Las firmas prepararán un documento con la supervisión interna que realicen de la calidad de la ejecución de las 5 plataformas de negociación y se asegurarán que contiene un análisis suficiente para que pueda ser comprendido por los participantes en los mercados.

### **Solicitud de comentarios**

El período de consultas finaliza el **1 de agosto de 2014**.

Para responder a esta consulta, por favor, siga las instrucciones del documento "formulario de contestación al documento de debate MiFID II/ MiFIR", haciendo click [aquí](#).

Las observaciones pueden enviarse directamente a la página web de ESMA ([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)) bajo el encabezamiento "Your input/consultations".

Dada la extensión de la consulta, se les recuerda la posibilidad de responder al formulario centrándose en aquellas cuestiones que sean de su mayor interés.

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales  
c/ Edison 4  
28006 Madrid

[Documentosinternational@cnmv.es](mailto:Documentosinternational@cnmv.es)