

# Resumen de la reunión del Grupo Técnico de Implementación MiFID II – MiFIR (aspectos relativos a los Mercados) celebrada el 10 de julio de 2017

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS

DEPARTAMENTO DE MERCADOS SECUNDARIOS

Madrid, 20 de julio de 2017

## 1. Antecedentes

De acuerdo con de los objetivos fijados en la creación del Grupo Técnico de implementación de MIFID-MIFIR, la Dirección General de Mercados de la CNMV convocó al grupo a una quinta reunión el pasado 10 de julio, con objeto de informar de la evolución del proyecto normativo y de atender cuestiones propuestas por la industria.

El presente documento tiene como finalidad reflejar de forma resumida las cuestiones principales tratadas en la referida reunión.

## 2. Introducción: comentarios generales

El director del Departamento de Mercados Secundarios (DMS) de la CNMV dio la bienvenida y agradeció la asistencia de los miembros del grupo.

En primer lugar, se informó de la publicación a través del Diario Oficial de la Unión Europea el pasado 23/06/17 de varios reglamentos de implementación de la Comisión Europea (CE) que completan el nivel II de desarrollo técnico del conjunto normativo conformado por MiFID II y MiFIR. Estos reglamentos regulan, entre otros, aspectos relacionados con modelos normalizados sobre transmisión de información sobre suspensiones y exclusiones, la autorización de proveedores de suministro de datos, el reporting de posiciones en derivados sobre materias primas, etc. Con esta publicación se reduce considerablemente el número de materias pendientes de publicación oficial sobre el nivel II.

Se puede seguir el estado de los trabajos en el siguiente enlace:

[Comisión Europea](#)

A nivel nacional, se informó al grupo que la CNMV continúa desarrollando los trabajos de asesoramiento a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Tesoro) en materia de transposición de la Directiva MiFID II al marco jurídico nacional.

En cuanto a los trabajos de implementación que ESMA está llevando a cabo, se informó sobre la publicación la semana anterior, a través de su web, de nuevas preguntas frecuentes (Q&A) sobre las diferentes áreas que afectan a los mercados e instrumentos financieros (se pueden consultar en el siguiente enlace [ESMA MiFID II R Q&A](#)).

ESMA incorpora progresivamente nuevas preguntas y respuestas sobre dichos documentos iniciales, a modo de actualización del documento. Se recomienda realizar un seguimiento de las publicaciones.

### **3. Avances en el desarrollo de aspectos relacionados con el régimen de transparencia y estructura de los mercados.**

#### **3.1. Documento de preguntas frecuentes de ESMA (Q&A) sobre transparencia.**

Aunque no ha habido una publicación reciente de preguntas relativas a asuntos de transparencia (la última versión data del 31/05/17), se analizaron diversas cuestiones de interés para los miembros del grupo.

En primer lugar, desde la CNMV, se indicó que actualmente se está trabajando en un documento de preguntas frecuentes (Q&A) en relación con lo dispuesto en el art. 18.7 de MiFIR, en concreto, a los efectos de analizar cuál es la interpretación correcta de la facultad de los internalizadores de limitar, de forma no discriminatoria y transparente, el número de operaciones que deben llevar a cabo los internalizadores para una cotización facilitada. Desde la CNMV se manifestó que se considera que dicha disposición normativa debe ser leída en conjunto con las obligaciones fijadas a través del art. 18.5 MiFIR. Tras solicitar la opinión al respecto a los miembros del grupo, éstos mostraron especial interés por el desarrollo de la política comercial de los internalizadores y, en concreto, preguntaron si un enfoque de segmentación de clientes por clases (*client tiering*) podría ser compatible con los objetivos de tratamiento no discriminatorio.

Por otro lado, se preguntó si los internalizadores estarían obligados a publicar sus cotizaciones con volúmenes asociados. Una primera interpretación lleva a indicar que la obligación se establece sobre los precios o cotizaciones, pero el nivel I no parece prescribir la publicación de los volúmenes asociados a las cotizaciones. De forma complementaria, se indicó que las cuestiones relativas al volumen, límites operativos del internalizador, deberán formar parte de su política comercial y de gestión de riesgos, teniendo en cuenta los umbrales

de tamaño específico de un instrumento en particular (*size specific to the instrument o SSTI*) o tamaño estándar de mercado (*standard market size o SMS*).

El grupo se mostró preocupado por la falta de publicación a la fecha de una lista de centros de negociación de terceros países reconocidos, a los efectos de poder concretar el cumplimiento de las diversas obligaciones de negociación (para acciones y derivados) y de transparencia. La publicación de dicha lista, debería tener lugar con antelación suficiente, antes de la fecha de aplicación de MIFID II y MIFIR para, en su caso, desarrollar los sistemas y funcionalidades precisas. En concreto se mostró especial inquietud por la incidencia de esta cuestión en la operativa llevada a cabo por algunos de los miembros del grupo en mercados latinoamericanos.

Respecto a los instrumentos derivados, algunos miembros preguntaron si habría un reconocimiento automático de los mercados norteamericanos de derivados, los cuales ya han sido reconocidos como equivalentes a efectos de la normativa EMIR. Se informó por los representantes de la CNMV que la CE está trabajando actualmente en el proceso de análisis de equivalencia de centros de negociación de terceros países a efectos de la obligación de negociación de acciones (art. 23 MiFIR) y que, de igual modo, le corresponde realizar un análisis a efectos de equivalencia para los derivados. Se espera un pronunciamiento de la CE antes de la fecha de aplicación de MiFID II y MiFIR, aunque se trata de obligaciones que no corresponden a ESMA o a las autoridades competentes nacionales.

Por otro lado, a efectos de aplicación del régimen de transparencia se indicó que la falta de reconocimiento como equivalente de un centro de negociación de un tercer país, conllevaría la consideración de la operación realizada en dicho centro de negociación como OTC y, consecuentemente, surgiría la obligación de reportar dicha operación a un APA, así como la de su contabilización a efectos de los cálculos del internalizador en los casos establecidos. Se indicó por parte de la CNMV que ESMA está trabajando en este asunto y se solicitó a los miembros del grupo que trataran de identificar los centros de negociación de terceros países que consideraban más relevantes para su actividad. Los representantes del grupo acordaron remitir esta información a la CNMV.

### **3.2. Documento de preguntas frecuentes de ESMA (Q&A) sobre estructura de mercado.**

Se informó de la publicación el pasado 07/07/17 de una actualización del documento con preguntas y respuestas (Q&A) relativas a negociación algorítmica, sistemas multilaterales de negociación y cuestiones de acceso a entidades de contrapartida central (CCP) y centros de negociación.

Se indicó por parte de los representantes de la CNMV que una de las preguntas formuladas por el grupo respecto a las obligaciones de conservación de información en el contexto de actividad de alta frecuencia (HFT) se aborda en esta publicación. Adicionalmente, se comentó que en esta publicación también se contemplaban cuestiones como el tratamiento de la obligación de contar con mecanismos de desconexión automática de los mercados (*kill functionality*) o indicaciones sobre la fijación del límite máximo de órdenes por ejecución (*order-to-trade ratio OTR*).

Respecto de los mecanismos de desconexión automática de los mercados, se comentó que el documento publicado por ESMA, aclara que la implementación de *kill functionality* no necesariamente prescribe un desarrollo de un software único que permita dicha desconexión, sino que el referido mecanismo puede estar compuesto de varios procedimientos y funcionalidades de desconexión que permitan alcanzar el resultado pretendido.

### **3.3. Revisión de preguntas planteadas por el grupo a través del buzón [mifid.mercados@cnmv.es](mailto:mifid.mercados@cnmv.es)**

Se abordaron diversas cuestiones planteadas por el grupo a través del buzón MiFID sobre asuntos relacionados con los mercados e instrumentos financieros.

Por parte de una de las entidades, se había pedido a la CNMV la confirmación sobre si las operaciones realizadas como contratación de bloques o aplicaciones en un centro de negociación contarían para los cálculos del internalizador sistemático. Por parte de la CNMV, se indicó que las operaciones acordadas fuera de un centro de negociación pero formalizadas posteriormente en un centro de negociación, bajo las reglas del mismo, las cuales incluyen las reglas de transparencia o las excepciones a la misma, son consideradas operaciones de mercado y, por tanto, no se deben contar a efectos de los cálculos del internalizador. Es decir, tendrían consideración de operaciones de mercado y no OTC.

Los representantes de los miembros del grupo mostraron su interés por el tratamiento de las sucursales en países no-UE de ESI o ECA de Estados Miembros y la aplicación de MiFID II y MiFIR. El debate que se estableció se inició con la separación entre los conceptos de sucursal y filial, teniendo en cuenta que bajo la forma de sucursal no hay separación jurídica entre la entidad localizada en espacio UE y la sucursal que está fuera de él. Por parte de algún miembro del grupo, se cuestionó la posible extensión del régimen de MiFID II y MiFIR a sucursales no-UE fundamentándolo en la falta claridad del propio texto normativo (nivel I) y el criterio de “no aplicación” adoptado previamente por CESR en MIFID I. Asimismo, en caso de que se pretendiese extender su aplicación las sucursales ubicadas en países no-UE, otro miembro del grupo sugirió una aplicación gradual de la norma, así como la necesaria uniformidad del criterio para las obligaciones de reporte y de transparencia. Los

representantes de la CNMV indicaron que se está trabajando en el ámbito de ESMA en todas las cuestiones que tienen que ver con terceros países y se incluirá como asunto a tratar en la próxima reunión del Grupo Técnico.

Otra cuestión planteada está relacionada con la publicación de cotizaciones por parte de los internalizadores de precios limpios (*clean prices*) o que incluyan atributos o ajustes por riesgo de cliente (*X-Value adjustments* or *add-ons*). Se indicó que desde la CNMV se mantiene una interpretación preliminar que favorece que haya una correspondencia entre los precios de las cotizaciones de pre-transparencia y los precios de las operaciones de post-transparencia. Sin embargo, esta cuestión se está abordando a nivel europeo.

#### **4. Régimen de transparencia: excepciones a la aplicación del régimen general (waivers).**

Los representantes de la CNMV informaron al grupo de que se continúa con los trabajos de revisión de excepciones a la pre-transparencia (*waivers*) aplicables por los centros de negociación para la negociación de acciones.

Asimismo, se informó que desde el mes de agosto en adelante, una vez finalizado el proceso de análisis a nivel nacional, se llevará a cabo en el ámbito de ESMA la revisión de las correspondientes excepciones a la pre-transparencia (*waivers*) aplicables por los centros de negociación en instrumentos de renta fija y derivados.

Por parte del grupo, se pidió aclaración sobre si los internalizadores deben solicitar autorización para aplicar las excepciones a la transparencia (pre y post) que les son aplicables. Los representantes de la CNMV indicaron que el nivel I no determina que estas excepciones estén sometidas a un proceso de solicitud y se está trabajando sobre una posible aclaración al respecto. En este sentido, por parte de los representantes de los centros de negociación, se pidió que la correcta aplicación y supervisión del uso de las excepciones evite crear desventajas competitivas entre unos y otros.

#### **5. Consulta Pública sobre obligación de negociación en instrumentos derivados.**

Se informó por parte de la CNMV de que la consulta pública sobre obligación de negociación en derivados se cerrará el próximo 31/07/17 y se invitó a los participantes a contribuir a la misma. Esta consulta servirá de base para el trabajo de delimitación del perímetro de la obligación de negociación conforme al art. 28 y 32 MiFIR. Se resaltó la importancia sobre la misma, dados los cambios que va a conllevar desde el punto de vista de limitación de la operativa OTC.

Alguno de los representantes indicó que se debería tener en consideración el retraso que arrastran estos trabajos y la inmediata fecha de aplicación de la norma y sugirió considerar una aplicación gradual (*phase-in*).

Por otro lado, uno de los representantes del grupo pidió aclarar o reafirmar que la obligación de negociación del art. 28 MiFIR no afecta a las contrapartidas no financieras que no están sometidas a obligación de compensación EMIR (NFC-). En este caso resulta necesario recordar de forma previa que la obligación de compensación que tiene su origen en la regulación EMIR solamente aplica a las contrapartidas financieras y no financieras que superen unos umbrales de actividad determinados (NFC+). El art. 28 MiFIR establece la obligación de negociación sobre los mismos sujetos en instrumentos en los que recaiga la obligación de compensación. Por tanto, las contrapartidas no financieras (NFC-) no estarán sujetas a la obligación de negociación.

Desde la CNMV se indicó que esta cuestión debe ser analizada en mayor profundidad, por ejemplo, en los casos en que dos entidades financieras operen por cuenta de sus clientes.

Los representantes de la CNMV sugirieron que todas estas cuestiones y reflexiones queden reflejadas en la respuesta que las entidades remitan a la consulta pública para que las diferentes autoridades puedan valorarlas y, en su caso, reafirmar criterios interpretativos.

## **6. Régimen de publicación de operaciones OTC (APA): progresos y dudas.**

Los miembros del grupo preguntaron por las fechas vinculadas al desarrollo del proyecto FIRDS. En este asunto, se informó por la CNMV que el proyecto FIRDS tiene como fecha de inicio el 17/07/17 y que, durante una primera fase de observación, prevista hasta septiembre u octubre en función de la calidad de los datos, el sistema solamente recogerá información, ya que la obligación de publicar la información por parte de ESMA no resulta de aplicación hasta el 03/01/2018, sin perjuicio de que pueda comunicarse cierta información a la industria con anterioridad para las pruebas del TR.

## **7. Régimen de transparencia instrumentos de renta fija y derivados (non-equity instruments): cálculos transitorios**

Se informó que el pasado 03/07/17 ESMA hizo públicos los resultados de los cálculos transitorios necesarios para la determinación de umbrales de operaciones de tamaño específico (*SSTI*) y de gran volumen (*LIS*). Esta publicación no incluye los umbrales correspondientes para la renta fija que se espera sean publicados en agosto.

Se puede acceder al detalle de la publicación en el siguiente enlace:

## [Cálculos transitorios](#)

### **8. Aspectos relacionados con comunicación de operaciones (TR) y con el identificativo LEI.**

El grupo informó de diversas iniciativas llevadas a cabo para impulsar la solicitud de códigos LEI por parte de las personas jurídicas. Sin embargo, la AEB señala que se han detectado dificultades en la asignación del LEI por parte del Colegio del Registro Mercantil a determinados tipos específicos de personas jurídicas. El Colegio del Registro Mercantil analizará el tema y emitirá un informe jurídico previsiblemente en septiembre, que harán llegar a la CNMV.

El grupo también planteó dudas sobre si hay que reportar o no ciertos tipos de operaciones, estando la distinta casuística pendiente de análisis para la elaboración y aprobación de un documento de preguntas frecuentes (Q&A) por parte de ESMA.

Se informó, por otro lado, de la publicación prevista para el 11/07/17 de la Guía Operativa de Comunicación de Operaciones bajo MiFIR.

Respecto a cómo informar del campo hora de negociación en el TR para operaciones OTC, no se exigirá que la cumplimentación del campo sea exacta (el detalle solo es obligatorio hasta segundos), pero las entidades que intervengan en la operación deberán coordinarse para reflejar la hora lo más próxima a la hora real de la operación.

### **9. Otros asuntos**

Se analizó la cuestión de la identificación de instrumentos admitidos o negociados en un centro de negociación (TOTV).

ESMA emitió una opinión el pasado 22/05/17 que se puede consultar en el siguiente enlace:

#### [Opinión ESMA TOTV](#)

Sin embargo, esta opinión de ESMA sigue planteando dudas a la industria sobre el procedimiento concreto a seguir en términos prácticos. Desde la CNMV, se indicó que la forma de llevar a cabo la comprobación de la correspondencia del instrumento negociado OTC con el instrumento negociado en un centro de negociación está siendo objeto de estudio en ESMA y, por tanto, es necesario esperar al resultado del documento de preguntas frecuentes (Q&A), que previsiblemente se publique como resultado de dicho análisis.

Adicionalmente, se indicó que está todavía pendiente de publicarse cómo va a proceder ANNA (Association of National Numbering Agencies) respecto a la asignación de códigos ISIN para los actuales derivados OTC

Las entidades representadas en el grupo manifestaron de nuevo su preocupación por la identificación de derivados sobre divisa. Esperan que los centros de negociación admitan o negocien todas las combinaciones posibles de divisas y plazos y, de ahí, que cualquier derivado sobre divisa OTC sea considerado como “negociado en un centro de negociación” y se limite, de facto, la posibilidad de aplicar la excepción como medio de pago (cf. art. 10 Reglamento Delegado CE 2017/565). Se indicó que desde la Federación Bancaria Europea (EBF) se había mostrado la preocupación a ESMA sobre este particular.

Conectado con la identificación de instrumentos, se abordó en un momento anterior de la reunión si la identificación de estrategias en derivados (por ejemplo, roll-overs) se debía llevar a cabo con código ISIN. La CNMV insistió en que las estrategias, aunque puedan llevar ISIN y éste pueda utilizarse en otros ámbitos, dicho ISIN no puede utilizarse ni en el *Transaction Reporting “TR”* (art.26 MiFIR) ni en el registro del libro de órdenes (art.25 MiFIR), puesto que una estrategia no es un instrumento financiero, sino una combinación de varios instrumentos.

Se manifestó por el grupo que, debido a las diferentes fechas de aplicación de MiFID II-MiFIR y EMIR, los derivados de energía estarían sujetos a reporting durante dos meses (noviembre 2017 a enero 2018) y preocupa el hecho de tener que solicitar LEI solamente para un período temporal tan corto. Esta situación también puede darse para los derivados de divisa sobre los que pueda recaer la excepción como medio de pago. Desde la CNMV se indicó que no parece que se pueda hacer nada en este sentido, puesto que la excepción a su consideración como instrumento financiero se establece desde la fecha de aplicación cuando los instrumentos están negociados en un OTF.

Desde un punto de vista de planificación, se preguntó si la CNMV ha establecido ya un procedimiento de notificación y registro de internalizadores. Se señaló que este asunto, al igual que otras obligaciones de notificación o de autorización, implican la coordinación interna de varias Direcciones Generales de la CNMV y que se está trabajando en un procedimiento coordinado del cual se espera poder informar lo antes posible.

## 10. Próximos pasos

Antes de concluir la reunión, se informó a los miembros del grupo de que la web de la CNMV ha sido actualizada con nuevos contenidos relativos a MiFID II y MiFIR, que permiten conocer un poco más el nuevo marco jurídico desde un lenguaje sencillo.

Las entidades que lo deseen pueden continuar realizando consultas a través de la dirección de e-mail [mifid.mercados@cnmv.es](mailto:mifid.mercados@cnmv.es). La CNMV notificará a los participantes la fecha de la próxima reunión.

Sin otros temas que abordar, se dio por concluida la reunión.