



MiFID II: cambios en los mercados de valores y novedades en la protección del inversor

Si bien la MiFID habilitaba la competencia entre diferentes plataformas de contratación, la irrupción de nuevas estrategias de negociación y de nuevos participantes ha producido un desplazamiento de parte de la negociación a segmentos opacos (*dark pools*), fuera del perímetro de supervisión, lo que requiere una adaptación normativa que prevenga los efectos negativos de la falta de transparencia en estos segmentos. Este es uno de los principales asuntos contenidos en la nueva regulación europea de los mercados de valores en ciernes.

Victoria González / BME

La Comisión del Mercado de Valores (CNMV) ha publicado hace poco su boletín trimestral correspondiente al último período de 2014 en el que se incluyen dos capítulos dedicados a analizar los principales cambios e implicaciones que la nueva normativa MiFID II y el reglamento MiFIR tienen en los mercados y en los inversores (páginas 95 a 113). La lectura de ambos es de indudable interés ([acceso al Boletín de la CNMV](#)).

Casi siete años después de la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), se han aprobado dos textos legales que la reforman. Desde que dicha directiva se traspuso a las diferentes normativas comunitarias, los mercados financieros han experimentado una de las mayores transformaciones de su historia. Este

cambio y la necesidad de incrementar su resistencia y transparencia han motivado buena parte de las modificaciones del marco normativo introducido por la MiFID en el año 2007. El marco regulador de la MiFID II será exigible a partir del 3 de enero de 2017 y los estados miembros dispondrán hasta julio de 2016 para incorporarla a sus ordenamientos internos. Tanto la Directiva como el reglamento MiFIR fueron aprobados el pasado 3 de julio de 2014 por el Parlamento Europeo y el Consejo.

En el desarrollo de la MiFID, uno de los objetivos prioritarios era la apertura a la competencia de las infraestructuras de negociación, justificado por los mayores costes de transacción en los mercados europeos de acciones que se observaban respecto a Estados Unidos. La irrupción de nuevas estrategias de negociación y de nuevos participantes ha producido un desplazamiento de parte de la negociación a segmentos opacos (*dark pools*), lo que requiere una adaptación normativa



que prevenga los efectos negativos de la falta de transparencia en estos segmentos

En la actualidad, la parte más importante de la negociación de valores de renta fija y de derivados continúa llevándose a cabo fuera de los mercados organizados, con las implicaciones negativas que ello conlleva para la formación de precios y la supervisión de la actividad. Este es uno de los aspectos que la nueva normativa pretende mejorar, aumentando la transparencia de los mercados de renta fija y derivados, pero teniendo en cuenta las implicaciones sobre la liquidez de sus singularidades, como por ejemplo la heterogeneidad de las emisiones.

Objetivos primordiales de MiFID II

Los objetivos estratégicos que persigue la reforma de la MiFID pueden resumirse en los siguientes:

- Asegurar un tratamiento normativo homogéneo a todos los participantes en los mercados (infraestructuras de negociación e inversores).
- Promover la estabilidad financiera y mejorar el funcionamiento ordenado de los mercados.

- Aumentar la transparencia exigible a los participantes en los mercados.
- Incrementar la coordinación entre supervisores y reforzar sus competencias.
- Mejorar la protección del inversor.
- Abordar deficiencias organizativas y de control.
- Facilitar el acceso a la financiación, vía capital, de las pequeñas y medianas empresas.

En los últimos años se ha observado un desplazamiento de la negociación de acciones hacia plataformas opacas y un aumento de las operaciones ejecutadas acogiendo a las exenciones de comunicación de pretransparencia previstas en la MiFID. Esta tendencia podría llevar a una pérdida de representatividad en los mercados regulados y Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN). Por esta razón, se incorporan a MiFIR límites al uso de las exenciones. Estos límites pueden interpretarse como una nueva regla de concentración de la liquidez en plataformas no opacas, cuyo objetivo es mejorar la formación de precios y facilitar la supervisión de la integridad de mercado y del cumplimiento de mejor ejecución.

Otra de las novedades importantes es que se crea un registro consolidado para todos los instrumentos

financieros cubiertos por la directiva. La fragmentación de la liquidez y de la negociación de instrumentos financieros en diferentes infraestructuras de negociación dificulta tanto el seguimiento del proceso de formación de precios de los diferentes activos como su supervisión y no garantiza que el proceso se desarrolle de acuerdo con el principio de integridad de mercado. Con la entrada en vigor de la MiFID II en enero de 2017 será obligatorio contar con un registro consolidado para las acciones. Para el resto de instrumentos financieros tal obligación entrará en vigor en septiembre de 2018.

La MiFID II tiene entre sus objetivos que el acceso a las diferentes infraestructuras de negociación se realice de forma no discriminatoria y transparente. La nueva directiva establece un tratamiento simétrico de libertad de acceso con las infraestructuras de negociación. Estás tienen derecho a obtener un acceso no discriminatorio a las diferentes Cámaras de Contrapartida Central (CCP) en materia de comisiones, garantías exigibles, etc.

Protección del inversor

Una de las grandes lecciones de la crisis ha sido la necesidad de reforzar la protección del inversor. Las

medidas en esta línea se pueden agrupar en tres grandes grupos: la ampliación del ámbito de aplicación, el refuerzo de los requisitos organizativos exigidos a las entidades, y el refuerzo de las normas de conducta. El nuevo marco regulador de la MiFID II introduce la aplicación de determinados requisitos organizativos y normas de conducta a los depósitos estructurados y a los productos de inversión basados en seguros, lo que contribuirá a mejorar la protección del inversor. Refuerza también las obligaciones de información de costes y cargos que tiene como finalidad identificar y agrupar todos los costes que soporta el inversor para mejorar la comparabilidad entre productos financieros y servicios.

Además de potenciar la pretransparencia, la MiFID II articula un conjunto de requisitos organizativos destinados a reforzar la rectitud de la conducta de las entidades en la prestación de servicios de inversión. Por último, para dotar de un marco más seguro a los inversores y a los participantes de los mercados, se confieren nuevos poderes tanto a los supervisores nacionales como a los europeos, que podrán prohibir o restringir la comercialización de determinados productos, tipos de prácticas o actividades financieras cuando exista una preocupación razonable sobre la protección del inversor o una amenaza a la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados. 



Información complementaria



MiFID II and MiFIR. A new regime and a game changer for the financial services industry.

Ver PDF PwC (octubre 2014)



Ir a web

Best execution: what's changing under MiFID II? TaylorWessing (febrero 2015)



Ir a web

International regulatory Update. Clifford Chance



Ver PDF

Los nuevos servicios de post-contratación en Europa y en España. Revista BOLSA



Ver PDF

ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR.

Final report (19 de diciembre de 2014)



Ver PDF

Las Bolsas comprometidas con la financiación, el crecimiento y el empleo. Revista BOLSA



Ver PDF

FESE Reply for the ESMA Consultation paper. Guidelines on the application of C6 and C7 of Annex I of MiFID. (9 de enero de 2015)