



Resumen de la reunión del Grupo Técnico de Implementación MiFID II – MiFIR (aspectos relativos a los Mercados) 13 de diciembre de 2016

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS

DEPARTAMENTO DE MERCADOS SECUNDARIOS

Madrid, 17 de enero de 2017

1. Antecedentes

De acuerdo con de los objetivos fijados en la creación del Grupo Técnico de implementación de la MIFID-MIFIR, la Dirección General de Mercados de la CNMV convocó al grupo a una tercera reunión el pasado 13 de diciembre, 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 general de mercados de la CNMV dio la bienvenida y agradeció su asistencia a los miembros del grupo.

En primer lugar, se informó sobre la reciente adopción por parte de la Comisión Europea de los Reglamentos Delegados que incorporan los estándares técnicos relativos a los derivados de materias primas contenidos en los RTS 20 y 21, los cuales se refieren respectivamente a la definición de actividad auxiliar y a los límites a las posiciones en derivados sobre materias primas. El período de objeción del Parlamento Europeo y del Consejo se extiende hasta marzo de 2017.

Respecto al resto de RTS e ITS que conforman el grueso de nivel II de MiFID II – MIFIR, se espera próximamente la finalización de los trabajos de corrección de errores (*corrigendum*) y su posterior publicación oficial. Se puede seguir el estado de los trabajos en el siguiente enlace: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/its-rts-overview-table_en.pdf

En cuanto a los trabajos de implementación que ESMA está llevando a cabo, se informó de la publicación a través de su web de los primeros documentos de preguntas frecuentes (Q&A) sobre aspectos relacionados con el régimen de transparencia y sobre estructura de mercado (enlace sección [ESMA MiFID II_R Q&A](#)). ESMA irá incorporando progresivamente nuevas preguntas y respuestas sobre dichos documentos iniciales, a modo de actualización del documento, conforme vayan finalizándose los trabajos por parte de los grupos encargados en el seno de ESMA. Se recomienda realizar un seguimiento de las publicaciones.

3. Revisión cuestiones de orden práctico planteadas por AEB – CECA

3.1. Internalización sistemática

3.1.1. Delimitación de la obligación de internalización sistemática en relación con instrumentos de renta fija

El Grupo Técnico, con anterioridad a la celebración de la reunión, había puesto de manifiesto dudas interpretativas en relación con la obligación de internalización sistemática en instrumentos de renta fija, en consideración al concepto de “clase de instrumentos de un emisor”, ante la ausencia de una definición concreta en la normativa de desarrollo. Los representantes de los miembros del Grupo Técnico consideraban apropiado que se vinculase el concepto de “*clase de instrumentos de un emisor*” al carácter líquido o ilíquido de los instrumentos.

Los representantes de la CNMV han planteado esta cuestión en el ámbito de ESMA y la misma está siendo objeto de análisis.

3.1.2. Fechas de cómputo de la actividad OTC antes de 2018

El Grupo Técnico, con anterioridad a la celebración de la reunión, había mostrado interés en relación con la fecha en la cual las empresas de servicios de inversión debían realizar el cómputo de la actividad OTC por cuenta propia que llevan a cabo, a los efectos de determinar si las mismas se pueden ser calificadas como internalizador sistemático, antes de que resulte de aplicación MIFID II / MIFIR.

Esta cuestión ya ha sido abordada y resuelta en el documento “*Questions & Answers on MIFID II / MIFIR transparency topics*” de fecha 04/11/2016 elaborado por ESMA.

3.1.3. Acceso a cotizaciones y mantenimiento de cotizaciones

El Grupo Técnico había solicitado a la CNMV una aclaración sobre interpretación de las obligaciones del internalizador sistemático respecto al acceso a cotizaciones y al tiempo de

permanencia de publicación de las mismas. Estas cuestiones están siendo objeto de análisis en el ámbito de ESMA.

Por un lado, respecto al acceso a cotizaciones en instrumentos ilíquidos, en concreto cuando la entidad ha proporcionado precio a un cliente, se planteó hasta qué punto es obligatorio dar el mismo precio a un segundo cliente. Se informó por parte de la CNMV que se están analizando las diversas interpretaciones a las que la redacción del nivel I puede dar cabida.

Respecto del tiempo de permanencia de la publicación de las cotizaciones, se ha informado a los miembros del Grupo Técnico que ESMA no tiene previsto facilitar un parámetro temporal concreto. Esta cuestión está siendo objeto de estudio y en breve se hará público el resultado de los trabajos correspondientes. En este sentido, se apuntó por la CNMV que corresponde al diseño de la política comercial de acceso a cotizaciones de cada entidad establecer el procedimiento práctico que asegure un trato no discriminatorio entre clientes en igual situación, teniendo en cuenta el período mínimo de vigencia de una cotización en consideración a los medios técnicos y sistemas de negociación que se utilicen para concluir las operaciones.

3.2. Delimitación del perímetro de las operaciones OTC (Operaciones acordadas fuera de mercado pero formalizadas en un centro de negociación: “block order”)

El Grupo Técnico, con carácter previo a la celebración de la reunión, planteó a la CNMV si las operaciones acordadas de forma bilateral que, posteriormente, se formalizan en un centro de negociación tienen consideración como operaciones OTC u operaciones concluidas en un centro de negociación.

Desde la CNMV, se expuso que esta cuestión forma parte de los trabajos en curso llevados a cabo en el seno de ESMA. De forma preliminar, se informó de que existe una posición de consenso respecto a interpretar que las operaciones referidas se considerarían operaciones formalizadas en mercado a todos los efectos y que las actuaciones bilaterales previas no implican que haya negociación OTC. No obstante, es importante remarcar que la formalización de la operación en un centro de negociación (sujeto a autorización) se debe ajustar a las normas del centro de negociación incluido, entre otros, el régimen de transparencia o sus excepciones aplicables (waivers).

3.3. Negociación algorítmica y negociación algorítmica de alta frecuencia (HFT)

3.3.1. Negociación algorítmica: Envío de órdenes aceptadas por el centro de negociación

El Grupo Técnico planteó si la mera utilización por parte de las entidades de órdenes condicionadas aceptadas por un centro de negociación, (por ejemplo, una orden “EOA” -

ejecutar o anular -), conlleva la calificación de la actividad llevada a cabo por la entidad que utilice ese tipo de órdenes como negociación algorítmica.

Se realizaron dos consideraciones por parte de la CNMV en relación con esta cuestión. En primer lugar, se hizo referencia a que la utilización de una orden condicionada aceptada por el mercado no implica por sí misma que la entidad en cuestión esté desarrollando negociación algorítmica. En segundo lugar, si la introducción o generación de una orden (incluida una orden condicionada aceptada por el centro de negociación) se genera o inicia automáticamente, con limitada o nula intervención humana, a través de algoritmos informáticos, dicha actividad tendría la consideración de negociación algorítmica, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4.1. (39) de MiFID II.

Por último, en esta discusión sobre delimitación de la negociación algorítmica en la que pueden intervenir sistemas de negociación de varias entidades o infraestructuras, es importante delimitar a quién pertenecen y dónde están localizados los sistemas que permiten desarrollar la actividad algorítmica.

3.3.2. Negociación algorítmica de alta frecuencia (HFT): cálculos y requisitos organizativos de conservación de información

El Grupo Técnico se interesó por el momento en el que se empezará a realizar el test de actividad HFT y, por otro lado, trasladó su preocupación por el coste y complejidad de la implementación de los requisitos de reporte de eventos y conservación de información aplicables a las entidades que desarrollen negociación algorítmica de alta frecuencia (HFT). Una entidad señaló que *“en caso de no existir dichas excepciones, se cuestiona la viabilidad de seguir actuando como market maker en alguno de los instrumentos financieros que lo hace en la actualidad”*.

La calificación como HFT se produce cuando la entidad supera los umbrales definidos en el Reglamento Delegado de la CE de 25/04/16¹. Se plantea si el cómputo se debe hacer por mercado o separadamente por cada segmento de un mismo mercado (o tipos de instrumento).

La CNMV va a trasladar esta cuestión al ámbito de ESMA para abordarla de forma conjunta con el resto de autoridades competentes. Respecto a la preocupación sobre la calificación de la actividad HFT, se recordó que los umbrales que se han fijado en virtud del Reglamento Delegado, responden a valores promedio durante los 12 meses anteriores para la actividad

¹ Véase el artículo 19 del Reglamento Delegado de la Comisión, de fecha 25.04.2016, que complementa a la Directiva 2014/65/UE en relación con requisitos organizativos y condiciones operativas para empresas de servicios de inversión y con los términos definidos a los efectos de dicha Directiva.

por cuenta propia. Por ello es posible que el número de entidades que califiquen como HFT sea reducido.

Adicionalmente, se preguntó por varios miembros del grupo si es posible interpretar la legislación en el sentido de que los creadores de mercado no estén sujetos al régimen de HFT (granularidad en la información a publicar sobre el momento de las ejecuciones), debido al coste de cumplimiento con el régimen y a las obligaciones a las que ya están sujetos por su actividad de provisión de liquidez. La CNMV reiteró que la norma no contempla excepciones para market makers pero, no obstante, se compartirá con las demás autoridades competentes la preocupación planteada.

3.4. Comunicación de operaciones: ALGO ID (RTS22 campo 57) y LEI

3.4.1. Identificador de sistemas algorítmicos: ALGO ID

El Grupo Técnico, de forma previa a la celebración de la reunión, solicitó a la CNMV orientación sobre la nomenclatura a utilizar en el reporte de operación (TR) a los efectos de identificar el algoritmo determinante de la ejecución de una operación (campo 57 del TR).

La CNMV informó al Grupo Técnico que esta cuestión se ha abordado en las Guías adoptadas por ESMA de fecha 19 de septiembre de 2016, en relación con el reporte de operaciones, el mantenimiento del registro de órdenes y la sincronización de relojes de conformidad con MIFID II. En concreto, se informó por la CNMV que la responsabilidad sobre la codificación e identificación del algoritmo reside en la empresa de servicios de inversión que utilice el algoritmo.

3.4.2. Código identificador de personas jurídicas: *legal entity identification* (LEI)

El Grupo Técnico expresó su preocupación por la situación que enfrentan respecto a la solicitud del LEI a sus clientes. Manifestaron hacer todo lo posible para que los clientes personas jurídicas soliciten el LEI pero observan un grave problema derivado del rechazo de órdenes de clientes que no cuenten con este identificador antes de la fecha de aplicación de MiFID II – MiFIR.

El Departamento de Mercados Secundarios manifestó que está estudiando posibles iniciativas para fomentar el uso del LEI.

3.5. Transparencia

3.5.1. Variaciones en la posición como operación reportable en post-transparencia

El Grupo Técnico preguntó por la obligación de aportar información de post-transparencia sobre variaciones en la exposición económica. La opinión de la CNMV es que, en principio, sí deben ser objeto de reporte, no obstante, se solicitó que se remitieran ejemplos concretos para poder valorarlo adecuadamente y compartirlo en el seno de ESMA.

3.5.2. Delegación de obligaciones de post-transparencia

El Grupo Técnico planteó la posibilidad de delegación de las obligaciones de post-transparencia (reporte a un APA) en la otra entidad interviniente en la operación.

Se informó que esta cuestión se ha transmitido a ESMA y que se está analizando desde el punto de vista de la posibilidad de externalización de servicios y la identificación de funciones críticas². Es importante, sin embargo, destacar que se debe preservar el principio de responsabilidad de la entidad que en su caso delegaría (la parte vendedora de la operación) y que es aplicable el régimen de transparencia aplicable en su jurisdicción, en un contexto en el que el régimen de post-transparencia introduce elementos de opcionalidad a las diferentes jurisdicciones.

3.6. Instrumentos financieros: Consideraciones sobre los derivados de inflación

El Grupo Técnico solicitó aclaración sobre la consideración de los derivados sobre inflación como instrumentos derivados de materias primas a los efectos de la aplicación de los límites de posiciones, prescritos de conformidad con el Título IV de MIFID II.

Desde la CNMV se aclaró que los derivados sobre inflación están englobados en la categoría de instrumentos sobre los que se analiza la aplicación del régimen de límites a las posiciones. La posible confusión puede deberse al uso ordinario del concepto “límites de posiciones a los instrumentos derivados de materias primas”, cuando se debería añadir “e instrumentos asimilados”, para incluir los instrumentos derivados identificados en la sección C(10) del Anexo I de MiFID II.

A continuación de la reunión, los representantes de CNMV consultaron con los grupos de trabajo de ESMA en qué punto está ese análisis. Por el momento, se está considerando que las autoridades competentes puedan no aplicar los límites a las posiciones en instrumentos derivados incluidos en la sección C(10), si no existe una conexión entre el mercado de estos instrumentos y un eventual mercado spot del subyacente, con lo que esta inaplicación del régimen general se podría extender a otros instrumentos incluidos en la sección C(10) distintos de aquellos cuyo subyacente está relacionado con la inflación.

² Véanse artículos 30 y ss. del Reglamento Delegado de la Comisión, de fecha 25.04.2016, que complementa a la Directiva 2014/65/UE en relación con requisitos organizativos y condiciones operativas para empresas de servicios de inversión y con los términos definidos a los efectos de dicha Directiva.

4. Enfoques posibles sobre acceso no discriminatorio a centros de negociación

Conforme a los artículos 18.3 y 53.1 de MiFID II, los centros de negociación deben establecer, publicar y mantener reglas no discriminatorias, basadas en criterios objetivos, que gobiernen el acceso a la condición de miembro o participante del centro de negociación. Con la finalidad de facilitar la aplicación de la norma, se ha impulsado en el seno de ESMA el análisis de los supuestos que podrían ser considerados como acceso discriminatorio a centros de negociación. A los efectos de llevar a cabo el referido análisis, se solicitó colaboración por parte de la CNMV a los miembros del Grupo Técnico.

En primer lugar, la CNMV agradeció la colaboración de los miembros de Grupo Técnico, por el trabajo llevado a cabo con la cumplimentación de los cuestionarios facilitados con objeto de realizar una evaluación preliminar en el grupo de trabajo de ESMA.

Por otro lado, se informó que ESMA trabaja en la identificación de prácticas de acceso discriminatorio a un centro de negociación y que podrían quedar relacionadas con los siguientes aspectos: i) exigencia de participación en una entidad de contrapartida central como miembro compensador para permitir ser miembro o participante del centro de negociación, ii) exigencia de formalización de acuerdos bilaterales entre miembros, con la imposición de requisitos accesorios, en entornos de compensación centralizada y iii) imposición de limitaciones al acceso a cotizaciones a determinados miembros o participantes.

Los resultados de los trabajos llevados a cabo en ESMA serán parte de los documentos de preguntas frecuentes (Q&A) sobre aspectos de estructura de mercado.

5. Análisis de la configuración de los SOC (OTF): actualización de las discusiones

Se informó al Grupo Técnico que las cuestiones sobre la interpretación del régimen aplicable a los sistemas organización de contratación (SOC o, por sus siglas en inglés, OTF), se reflejarán en los documentos de preguntas frecuentes (Q&A) sobre aspectos de estructura de mercado.

Teniendo en consideración que, en virtud del artículo 1.7 de MiFID II, las actividades de negociación sobre instrumentos financieros de carácter multilateral deben estar reguladas por las reglas aplicables a los centros de negociación reconocidos por MIFID II (Mercados Regulados, SMN o SOC, según corresponda), el carácter relativo a la “multilateralidad” de la negociación cobra especial relevancia a los efectos de delimitar el perímetro de las negociaciones que deben realizarse necesariamente “*on venue*”.

En el contexto de la discusión del régimen aplicable a los SOC (OTF), se están analizando dos tipos de actividad: (a) cruces de operaciones (*crossing transactions*) y/o (b) acuerdos de operaciones (*arranging transactions*). En particular, se está analizando cuándo estas actividades se podrían considerar ocasionales y no requerir una autorización como centro de negociación.

6. Avances y cuestiones concretas sobre información reportable (TR, IRD y sincronización de relojes)

Se recordó al Grupo Técnico la publicación el pasado 06/10/16 y 26/10/16 de las instrucciones, esquemas y reglas de validación relacionados con el sistema de comunicación de operaciones (*transaction reporting*), el sistema de datos de referencia de instrumentos (*instruments reference data – IRD -*) y el mecanismo de limitación de volumen (*double volume cap*).

7. Calendario CNMV 2017

Se informó al Grupo Técnico que el Departamento de Mercados Secundarios (DMS) está trabajando en la elaboración de un calendario de actuaciones a llevar a cabo durante 2017 relativas a la regulación de mercados, en previsión de la intensa actividad que requerirá la preparación de la implementación de MIFID II.

El objetivo que se pretende conseguir con la publicación del referido calendario es organizar los trabajos en relación con, entre otras cuestiones, las solicitudes de autorización de actividad o de uso de excepciones a las obligaciones de transparencia en la fase previa a la negociación (*waivers*), y adopción de decisiones que correspondan a la CNMV respecto a la fijación de los límites a las posiciones a los derivados en materias primas. En ambos casos se exige un ejercicio coordinado de las autoridades competentes y ESMA, conforme a los artículos 4.4 y 9.2 de MiFIR y 57.5 de MIFID, respectivamente, que requiere un esfuerzo especial.

La CNMV informó que la publicación del calendario referido está prevista para principios de 2017.

8. Otras cuestiones

Ante las posibles diversas interpretaciones que se plantean sobre el concepto de interposición de la cuenta propia sin riesgo (*matched principal trading*), el Grupo Técnico estudiará la conveniencia de consensuar una interpretación de este término, que en su caso se plantearía a la CNMV para su posterior discusión a nivel europeo.

El Grupo Técnico preguntó por el tratamiento de los instrumentos derivados sobre divisas como medio de pago o como instrumento financiero. En este aspecto, los representantes del Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV manifestaron que esta cuestión no está siendo objeto de análisis en los grupos de ESMA relativos a mercados y que ninguna autoridad competente la ha planteado, entendiéndose que el Reglamento Delegado de la Comisión Europea de 25/04/16 aporta claridad suficiente. Se añadió que se analizará junto con la Dirección General de Entidades de la CNMV el estado de la discusión en los grupos de ESMA relacionados con el desarrollo de la normativa PRIIPS, con objeto de analizar en qué medida se puedan detectar conflictos de interpretación respecto al mismo concepto.

9. Próximos pasos

Tras el análisis de todas las cuestiones referidas con anterioridad, la CNMV solicitó a los miembros del Grupo Técnico la remisión por escrito de la descripción de las preocupaciones de orden práctico que les surjan respecto a los temas propuestos y las posibles soluciones que podrían considerarse, a los efectos de que las mismas puedan ser acordadas o discutidas a nivel europeo.

Aunque no haya fecha programada para la próxima reunión, las entidades que lo deseen pueden continuar realizando consultas a través de la dirección de e-mail mifid.mercados@cnmv.es

Sin otro particular, se dio por concluida la reunión.