

Informe del Comité Consultivo de CNMV sobre el Documento a Consulta de ESMA relativo al Informe de MiFIR sobre Internalizadores Sistemáticos en instrumentos distintos de acciones y asimilados (Consultation Paper on MiFIR report on Systematic Internalisers in nonequity instruments)

I. Observaciones generales

El Comité Consultivo de CNMV agradece la oportunidad de contestar a la consulta pública (Consultation Paper on MiFIR report on Systematic Internalisers in nonequity instruments). Esta consulta es muy oportuna y debería ayudar en el debate de la revisión de MiFID II/MiFIR lanzado por la Comisión Europea.

Tal y como ESMA destaca en su Consultation Paper, parece haber lagunas en la aplicación del marco legislativo del IS en detrimento de los mercados organizados. El análisis sobre la evolución de la estructura del mercado en instrumentos distintos de acciones en la UE apunta al hecho de que las medidas políticas para devolver la actividad OTC al mercado organizado no ha tenido el éxito esperado originalmente. Es necesario que haya más claridad sobre si existe el riesgo de disparidad entre la normativa aplicada entre las IS y los centros de negociación multilaterales. Unos mercados de bonos y productos derivados líquidos son un componente crucial de un ecosistema financiero saludable, así como una contribución importante a mercados financieros competitivos, transparentes y estables de la UE. Se necesita hacer más para garantizar que se puedan lograr los objetivos de transparencia de MiFID II y el mandato del G20. Por lo tanto, es necesaria una reflexión acerca de si la normativa es adecuada y sobre la posterior aplicación de las normas existentes.

Los SI están regulados bajo MiFID II como centros de ejecución que proporcionan comercio bilateral, que deben proporcionar precios de compra y de venta firmes (Pregunta Q1) cuya definición actual permite múltiples interpretaciones, con cada IS adoptando diferentes convenciones que se adaptan mejor a sus necesidades. No está claro cuál es la definición ni la transparencia pre-Trade que se debe ofrecer. (Pregunta Q3) Esto refleja en general un menor nivel de transparencia pre-trade por parte de los SI que la existente en los mercados organizados.

Esto puede suponer un problema, especialmente cuando la distinción entre operativa puramente bilateral y multilateral no queda clara (Pregunta Q6). En teoría, cada operación en un SI debe realizarse contra la cuenta propia del operador. Se prohíbe a los SI, cuando operan para su cuenta propia, concertar acuerdos con varias entidades externas a su grupo con el objetivo de realizar transacciones consecutivas (resultado en operativa sin riesgo) en instrumentos financieros, fuera de los centros de negociación.

Se ha observado que los volúmenes de negociación de Broker Crossing Network bajo MiFID I se han desplazado a la negociación en SI en lugar de pasar a centros de negociación multilaterales. Esto indica que los objetivos de MiFID II no se están cumpliendo y, en marcado contraste con el espíritu de la legislación, la complejidad de los mercados ha aumentado, así como la fragmentación de la liquidez.

La simplificación de los requisitos para SIs en relación con las cotizaciones (Pregunta Q8) no mejoraría la situación real, al quedar a disposición del SI la decisión que el cliente negocie, caso por caso sin una regla general, en claro contraste con el carácter

abierto de los mercados organizados. Por lo tanto, los requisitos sugeridos para SIs (Pregunta Q9) tanto para los instrumentos líquidos como los ilíquidos, no pueden quedarse en status quo, ni se puede configurar una nueva herramienta personalizada al efecto (Preferencia ESMA). El Artículo 18 (1) (Obligación de publicar quotes firmes), incluidas las condiciones de para tener exenciones, debe establecerse como regla general. (Pregunta Q10) Además de la obligación a los SIs de hacer que las cotizaciones sean fácilmente accesibles para los instrumentos distintos de acciones establecidos en el (Artículo 15 (1) del Reglamento (UE) no 600/2014.

Se necesita hacer más para garantizar que se puedan lograr los objetivos de transparencia de MiFID II y el mandato del G20. Se debe solicitar una reflexión sobre la normativa y la posterior aplicación de las normas existentes.

Se recomienda que ESMA revise cómo operan los SI, si las reglas sobre el acceso de los clientes a las cotizaciones se aplican de una manera verdaderamente objetiva y no discriminatoria. También debería de haber más claridad sobre el tipo de transacciones que informan los SI (post transparencia). Además, ESMA debe investigar los diferentes modelos de negocio de los SI y garantizar su cumplimiento con MiFID II / MiFIR

Adicionalmente, para ciertos instrumentos, como bonos y derivados titulizados, recomendamos utilizar el umbral de pre-Trade (LIS) para delinear la operativa en mercados organizados (RM, MTF y OTF) y en dark trades (OTC y SI). Operaciones por encima de LIS podrían ser consideradas con una limitación en su pre y post transparencia.

(Pregunta Q11) La negociación de bonos sigue siendo opaca y no se ha apreciado un aumento en la transparencia deseada por MiFID II en comparación con MiFID I. Prohibir que las operaciones por debajo de LIS se ejecuten a través de SI podría desencadenar un cambio de negociación (minorista) de bonos mercados (RM, MTF y OTF) en comparación con la estructura actual del mercado donde la mayor parte de las transacciones de bonos se ejecutan en la oscuridad OTC entre bancos o entre minoristas y SIs. La obligación de realizar la operativa por debajo de LIS en mercados multilaterales transparentes reduciría significativamente la fragmentación del mercado, agregaría la liquidez y aumentaría la transparencia pre y post operativa, en particular para los inversores minoristas.

Anexo 1: Resumen de preguntas

Q 1: Do you consider that there is a need to clarify what a “firm quote” is? If so, in your view, what are the characteristics to be met by such quote?

Q 2: (For SI clients) As a SI client, do you have easy access to the quotes published, i.e. can you potentially trade against those quotes when you are not the requestor? Do you happen to trade against SIs quotes when you are not the initial requestor? How often? If it varies across asset classes, please explain.

Q 3: What is your overall assessment of the pre-trade transparency provided by SIs in liquid non-equity instruments? Do you have any suggestion to amend the existing pre-trade transparency obligations? If so, please explain which ones and why

Q 4: (For SI clients) do you have access to quotes in illiquid instruments? If so, how often do you request access to those quotes? What is your assessment of the pre-trade transparency provided by SIs in illiquid instruments?

Q 5: (For SIs) Do you disclose quotes in illiquid instruments to clients upon request or do you operate under a pre-trade transparency waiver? In the former case, how often are you requested to disclose quotes (rarely, often, very often)? Does it vary across instruments / asset classes?

Q 6: Do you consider that there is an unlevel playing field between SIs and multilateral trading venues active in non-equity instruments, in particular with respect to pre-trade transparency? If so, please explain why and suggest potential remedies.

Q 7 (for SIs who are also providing liquidity on trading venues): What are the key factors that determine whether quote requesters (your clients) want to receive the quote through the facilities of a trading venue or through your own bilateral trading facilities?

Q 8: What is your view on the proposal to simplify the requirements in relation to SI quotes in liquid non-equity instruments under Article 16(6) and 18(7)?

Q 9: Do you consider that the requirements in relation to SI quotes in illiquid non-equity instruments (Article 18(2)) are appropriate? What is your preference between the options presented in paragraph 52 (please justify)?

Q 10: What is your view on the recommendation to specify the arrangements for publishing quotes?

Q 11: Do you have any comment on the analysis of Bond data and the relation with the SSTI thresholds as presented above?.

Q 12: Do you have any comment on the analysis of derivatives data and the relation with the SSTI threshold as presented above?.

Q 13: What is your view on the influence of the SSTI thresholds on the pre-trade transparency framework for SI active in non-equity instruments? Are there any changes to the legal framework that you would consider necessary in this respect?.

Q 14: What is your view on the best way for ESMA to fulfil the mandate related to whether quoted and traded prices reflect prevailing market conditions and in particular: (1) the source 38 of data for the SI quotes/trades (RTS 27, APA); (2) the source of market data prices; and (3) the methodology to compare the two and formulate an assessment?.