



NOVEDADES MIFID II/MIFIR ESTRUCTURA DE MERCADO

Javier Ruiz del Pozo
Director de Mercados Secundarios

Madrid, 5 de diciembre de 2017

❖ Estructura de mercado

Negociación multilateral

Limitaciones actividad OTC

Double volume cap

Mercados terceros países

Publicaciones sobre calidad de la ejecución

❖ Negociación algorítmica, HFT, market making

❖ Transparencia de operaciones

Directiva 2014/65/UE y Reglamento
600/2014 UE

Reglamentos Delegados y de Ejecución



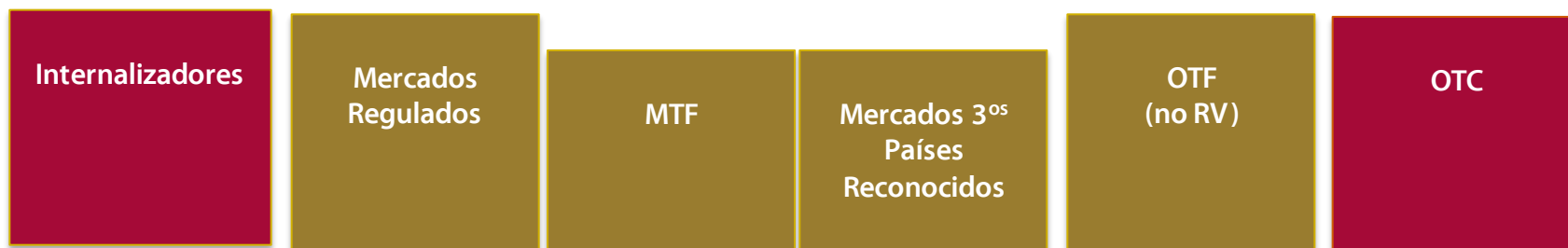
- Crisis financiera
- Innovación financiera y desarrollo tecnológico

3 grandes objetivos

- ❑ Atraer negociación hacia entornos de contratación sujetos a reglas de negociación organizada y transparente
- ❑ Introducir controles sobre la negociación algorítmica y, en particular, sobre la negociación de alta frecuencia (HFT)
- ❑ Incrementar el nivel de transparencia en la formación de precios y en la realización de operaciones y reducir costes para los inversores

¿Dónde se podrán negociar instrumentos financieros con MiFID II?

“[...] las actividades multilaterales deben estar regidas por las reglas aplicables a mercados regulados, sistemas multilaterales o sistemas organizados de contratación”



Art. 1.7. MiFID II: todo sistema multilateral operará conforme a las disposiciones aplicables a RM, MTF y OTF.

Mercado regulado (RM): operado por un organismo rector, que reúne intereses de compra y venta según reglas no discrecionales

Sistema Multilateral de Negociación (MTF): operado por una empresa de inversión o un organismo rector, que reúne intereses de compra y venta según reglas no discrecionales

Sistema Organizado de Contratación (OTF): operado por una ESI o un organismo rector, reúne intereses de compra y venta de clientes según reglas discrecionales donde se negocian instrumentos non-equity (RF, derivados y derechos de emisión)



Si hay múltiples compradores y vendedores que pueden interactuar entre ellos se presume multilateralidad y la actividad debe ser regulada como RM, MTF u OTF
(NOVEDAD RESPECTO A MIFID I)

¿Cuándo una entidad debe solicitar autorización para operar un OTF?

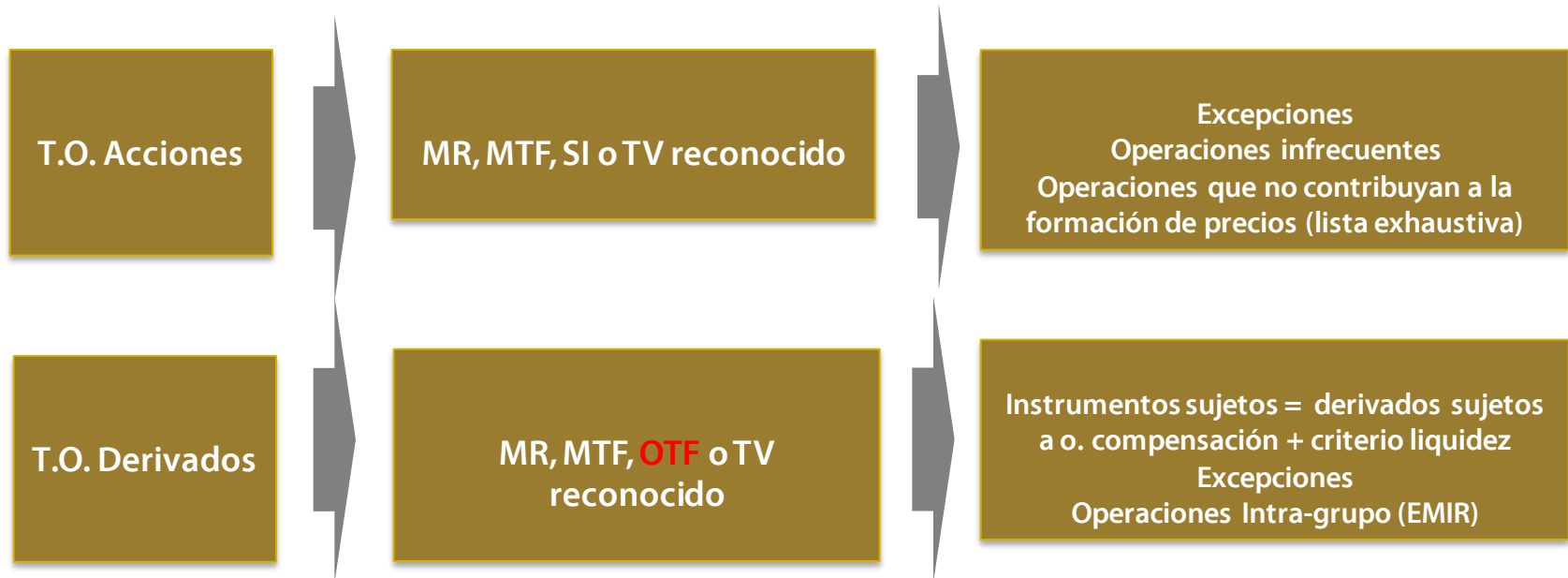


- Interacción de intereses de compradores y vendedores
- Existencia de un sistema (no necesariamente electrónico): cruce de órdenes de clientes o negociación de transacciones, para poner en contacto dos o más intereses de compra y venta; incluye brokers de voz.
- Conclusión de una operación en el sistema o según las reglas del sistema

Limitaciones a la actividad OTC: obligación de negociar en TV

Obligaciones de negociación (*Trading Obligation –T.O.-*)

Obligación de formalizar las transacciones en los lugares de ejecución prescritos por la norma, limitando la operativa puramente OTC a ciertas excepciones



Matched principal trading. Factores para valorar si es actividad ocasional:

- Sistema, automatizado o no, destinado a casar órdenes opuestas
- Fuente de ingresos recurrente o significativa
- Promoción de la actividad

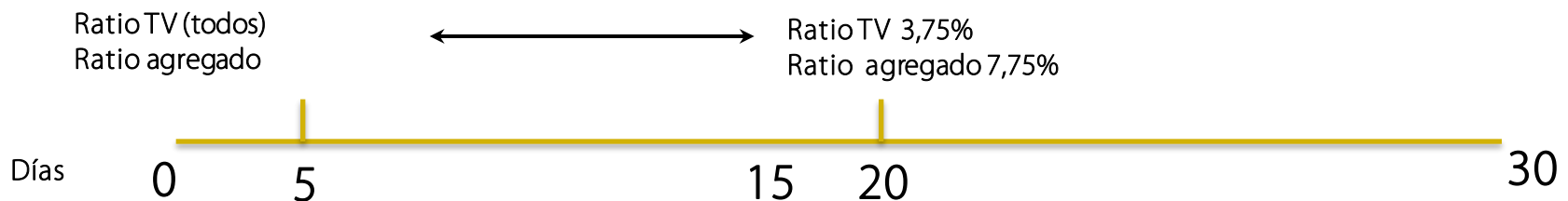
Riskless transactions: suponen operar como un mercado

- Back to back transactions
- Organizadas de forma regular
- Las transacciones se ejecutan OTC, al margen de las reglas de un mercado

Límites al uso de waivers (double volume cap art. 5 MiFIR)

- ❑ El uso de los waivers de pre-traspacidad de precios referenciados (RPW) y de operaciones negociadas (NTW) está sujeto a límites de volumen negociado por instrumento
 - **4%** a nivel de TV respecto a los 12 meses anteriores
 - **8%** a nivel Unión respecto a los 12 meses anteriores
- ❑ Si se produce un exceso del primer umbral (4%) la AC del trading venue suspende el uso de los waivers por un período de 6 meses
- ❑ Si se produce un exceso del segundo umbral (8%) todas las AC suspenden el uso de los waivers por un período de 6 meses

- ❑ Para articular este mecanismo ESMA tiene que realizar dos publicaciones



Procesos de reconocimiento de centros de negociación de terceros países

Trading obligation de acciones y derivados (Comisión Europea)

- Mercados sujetos a autorización y supervisión
- Reglas sobre admisión de valores
- Emisores publican información periódica
- Prevención de abuso de mercado

Régimen de transparencia de ejecuciones y régimen internalizador sistemático (ESMA)

- Mercado opera un sistema multilateral, autorizado y supervisado
- AC signataria MoU IOSCO
- Sistema de post-transparencia similar al de la UE

¿Quién está obligado?

- Centros de negociación (MR, MTF y OTF)
- Internalizadores sistemáticos
- Creadores de mercado y otros proveedores de liquidez

Contenido de la obligación

- Información sobre precios (intradía y final de día), costes, rapidez y probabilidad de ejecución (por ejemplo, información sobre órdenes recibidas y ejecutadas)
- Información legible por sistemas automáticos (machine readable)
- Información publicada trimestralmente
- Información estandarizada que permita comparación a través de modelos normalizados

3 conceptos relevantes

Negociación
algorítmica

HFT

DEA

Obligaciones de MiFID II

Nivel I

Reg. Delegado ESI

Reg. Delegado TV

- ❖ *Notificación y autorización*
- ❖ *Gobierno corporativo y outsourcing*
- ❖ *Sistemas, test algos y controles de negociación*
- ❖ *Registros de actividad y TR (flagging)*
- ❖ *Market making*
- ❖ *DEA, Tick size (RV), OTR, gestión de volatilidad*

MiFID II: Estrategias MM (ESI) – Acuerdo MM (Mdo.)

- **Objetivo:** preservar la liquidez en condiciones de alta volatilidad
- **Motivación:** negociación algorítmica genera una imagen de liquidez que puede desaparecer rápidamente e incrementar la volatilidad



ESI + ALGO+ estrategia MM

Centro de negociación Neg. Continua
RV, DER

Firma de un acuerdo de creación de
mercado

Esquema marco de creación de mercado

Régimen de pre-transparencia:

Publicación de precios de oferta y demanda con los volúmenes asociados.

() Ajustado por modelo de negociación.*

Excepciones al régimen de pre-transparencia (waivers):

Limitación uso 4% mdo.y 8% UE

Régimen de post-transparencia:

Publicación precio, volumen y hora tan pronto se realice”

Excepciones al régimen de post-transparencia (waivers):

Posibilidad de diferir la publicación LIS

Unit	Bid	Ask	Size	Time	Buyer	Order	Price	Size	Seller	Time
10.940	10.940	10.940	10.940	10.940						
10.960	25672	11								
10.950	3488	4								
10.945	3405	4								
10.940	10.940	10.940	10.940	10.940						
10.935	10.935	10.940	327							
10.930										
10.925										
10.920										
10.915										

RPW Precios referenciados

LIS Gran volumen

NTW Op. negociadas (bilaterales)

OMF (icerberg/stop orders)

MiFID II: régimen de transparencia RF y Derivados

Régimen de pre-transparencia:

Publicación de precios de oferta y demanda con los volúmenes asociados”.

() Ajustado por modelo de negociación.*

Excepciones al régimen de pre-transparencia (waivers):

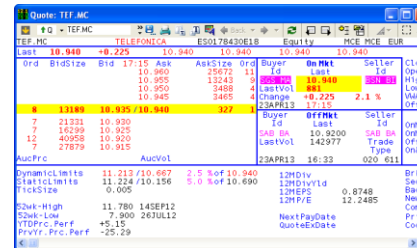
No hay límite como en RV

Régimen de post-transparencia: “

Publicación precio, volumen y hora tan pronto se realice con retraso max. de 15 minutos”

Excepciones al régimen de post-transparencia (waivers):

CNMV valora decisión técnica de aplicación de diferimientos



Ord	BIDSize	BID	ASK	ASISize	OFD	Buyer	Order	Seller	CLC
10	10.940	10.940	10.940	10.940	10.940				
9	10.960	10.960	10.960	10.960	10.960				
8	13180	10.925	10.940	327	1	Buyer	BRFNA	Seller	
7	21231	10.920							
6	16289	10.925							
5	40958	10.920							
4	27879	10.915							

LIS Gran volumen

OMF
(icerberg/stop orders)

IOI por debajo SSTI en RFQ o
viva voz

Instrumentos ilíquidos



Gracias

- **BUZÓN CONSULTAS MIFID II MERCADOS:**
- **mifid.mercados@cnmv.es**