

***Directiva de mercados de  
instrumentos financieros  
(MiFID)***

# **SINTESIS DE LA DIRECTIVA (I)**

---

1. **Regulación del asesoramiento financiero personalizado como servicio de inversión (Anejo I, Sección A)**
  
2. **Reglas aplicables a empresas de servicios de inversión y entidades de crédito**
  - **Régimen de autorización y requisitos organizativos(arts 5-12)**
  - **Régimen y registro de agentes (art 23)**
  - **Gestión de conflictos de interés (art 13.2 y 18)**
  - **Protección de inversores:**
    - **Distinción entre clientes minoristas, profesionales y contrapartes elegibles (Anejo II y art 24)**
    - **Normas de conducta y principio de mejor ejecución (arts 19-24)**
  - **Derecho de libre prestación de servicios, establecimiento y acceso a mercados (art. 31-35)**

## **SINTESIS DE LA DIRECTIVA (II)**

3. Principio de libre competencia entre “mercados regulados”, “sistemas multilaterales de negociación”, e “internalizadores” (i.e. Dealers/creadores de mdo):
- Obligaciones de transparencia e integridad de mercados aplicables a empresas de servicios de inversión y entidades de crédito (arts 25-30)
    - ✓ Reglas de pre y post transparencia aplicables a “sistemas multilaterales de negociación” e “internalizadores sistemáticos” (arts. 27 a 30).
    - ✓ Comunicación de operaciones (art. 25).
  - Reglas sobre funcionamiento de sistemas multilaterales de negociación (art 14).
  - Reglas aplicables a los mercados regulados (Título III): autorización, acceso de miembros y admisión de valores, transparencia (arts. 36 a 47).
4. Autoridades supervisoras y reglas de cooperación (Título IV)

**PROCESO LEGISLATIVO**

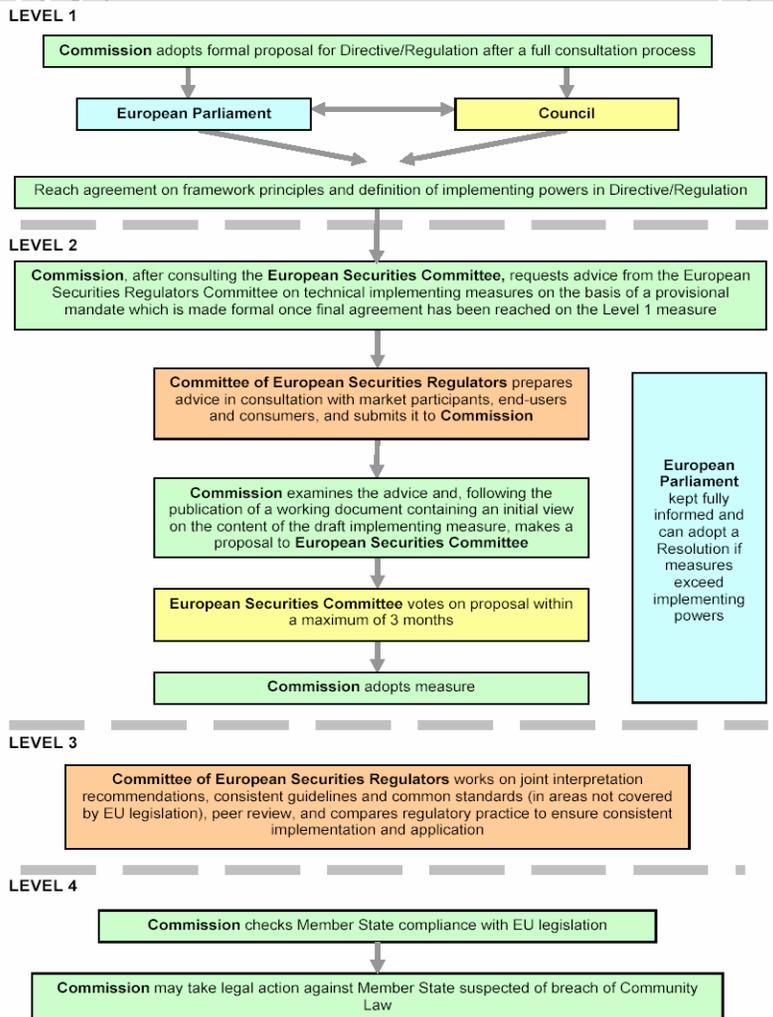
# PROCESO LEGISLATIVO (I)

---

## MARCO NORMATIVO Y PROCESO LAMFALUSSY

- Enmarcada en el Plan de Acción de Servicios Financieros (1999-2004).
- Desarrollada según el Informe de Comité de Sabios (Informe Lamfalussy), de 2001.
- Participación en su elaboración y desarrollo de:  
Comisión Europea, Parlamento Europeo, Consejo Europeo, Comité Europeo de Valores (ESC) y Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)

# PROCESO LEGISLATIVO (II)



## • PROCESO LAMFALUSSY

– NIVEL 1.

Principios esenciales  MIFID

– NIVEL 2.

Medidas técnicas de implantación.

Proceso de comitología.

CESR elabora asesoramiento técnico para la Comisión Europea.

Normativa europea de aplicación directa (Reglamento de la Comisión)

– NIVEL 3.

Aplicación homogénea de la regulación (CESR) (Recomendaciones, Interpretaciones, etc..)

– NIVEL 4.

Cumplimiento o “enforcement” (Com. Europea)

# PROCESO LEGISLATIVO (III)

➔ LA MiFID ES **MUY EXTENSA** EN CONTENIDOS Y ARTICULADO (**73 ARTICULOS**). ESTA PRESENTACIÓN SE CENTRA EN UNA **SELECCIÓN DE LOS TEMAS MÁS RELEVANTES**

➔ **TEXTOS A MANEJAR:** DIRECTIVA Y NIVEL 2: ESTRUCTURA Y CONTENIDOS.

- DIRECTIVA: Considerandos, articulado y comitología.
- ASESORAMIENTO TÉCNICO DE CESR: Estructura y utilidad.

Marca-  
dores  
nivel 2

## **ENTRADA EN VIGOR Y PLAZOS TRASPOSICIÓN**

- ➔
- Directiva: Publicada el 30 de abril de 2004.
  - Plazo de trasposición de 24 meses (30 de abril de 2006).
  - Solicitada prórroga de 6 meses + 6 meses.

*La Comisión Europea está trabajando en los textos legales de nivel 2 a partir de las recomendaciones CESR. Ya hay varios borradores. Se publicarán en diciembre 2005.*

**REGULACIÓN DEL ASESORAMIENTO  
FINANCIERO PERSONALIZADO COMO  
SERVICIO DE INVERSIÓN** (Anejo I, Sección

## 1. LAS RECOMENDACIONES A INVERSORES

### TIPOLOGÍA

#### A) NO PERSONALIZADAS:

1. Comunicaciones comerciales y publicidad
2. El análisis financiero

#### B) PERSONALIZADAS:

1. Asesoramiento genérico: . . .   
excepciones art. 2(j) y/o 3 
2. Asesoramiento específico (Licencia previa)

### PRINCIPIOS

#### HORIZONTALES NO CONFUNDIR AL INVERSOR:

- IDENTIFICACIÓN CLARA.
- CONTENIDOS NO ENGAÑOSOS

#### Grado de influencia

potencial decisiones de inversión:  
Regulación y normas de conducta de aplicación gradual.

## 2. LAS RECOMENDACIONES PERSONALES A INVERSORES

### PERSONALIZAR:

n2

#### Circunstancias

personales: objetivos inversión, experiencia y capacidad financiera.

Iniciativa: normalmente del cliente.

La percepción: que pueda ser razonablemente entendido como una recomendación personal.

LINEA DIFUSA ENTRE DIFERENTES CATEGORIAS DE RECOMENDACIÓN.....

APLICACIÓN PREVIA DE TEST DE FACTORES Y CIRCUNSTANCIAS.....

Ejercicio de responsabilidad: NO PRIMACÍA DE OBJETIVOS COMERCIALES TRADICIONALMENTE EN CONFLICTO.

## **Reglas aplicables a las empresas de servicios inversión y entidades de crédito:**

- ◆ **Régimen autorización y requisitos**
- ◆ **Gestión conflictos de interés**
- ◆ **Normas de conducta**

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## ASIGNACION RESPONSABILIDADES EN CUMPLIMIENTO NORMATIVO (ART.13.2)

OBJETIVO: ESTABLECIMIENTO DE ADECUADAS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS EN LA ASIGNACIÓN DE RESPONSABILIDADES EN EL CUMPLIMIENTO NORMATIVO.

Función de cumplimiento normativo independiente.

Asignación responsabilidades en Comité Ejecutivo- Ultimo responsable del cumplimiento frente a terceros y responsable de dotar a la función de medios adecuados y de ubicación jerárquica que garantice independencia.

- Persona responsable de dicha función debe ser comunicada al supervisor.

- Dicha persona es responsable de velar por el cumplimiento e informar al Comité Ejecutivo.

n2

n2

n2

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## IDENTIFICACIÓN, GESTIÓN Y CONTROL DE RIESGOS (ART. 13.4 Y 2º PARRAFO 13.5)

OBJETIVO: ADECUADA IDENTIFICACIÓN, GESTIÓN Y CONTROL DE RIESGOS

n2



Se regulan funciones de auditoría interna y control de riesgos- Complementarias a la función de cumplimiento normativo-

n2



Funciones que pueden ser realizadas por la misma persona o departamento o ser subcontratadas.

n2



Por lo demás, contenido similar Circular 1/98

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## SUBCONTRATACIÓN SERVICIOS (1er PÁRRAFO ART 13.5)

OBJETIVO: TOMAR MEDIDAS PARA EVITAR RIESGOS OPERACIONALES ADICIONALES A LOS EXISTENTES

- REQUISITOS MINIMOS:

n2

- o No exime de obligaciones a la entidad
- o No puede derivar en una "caja vacía"
- o La entidad debe informar previamente al supervisor y aportar cuanta información se le requiera
- o La entidad debe actuar con diligencia antes, durante y al finalizar la subcontratación.
- o Debe identificar, valorar, controlar y gestionar los riesgos: debe tomar las medidas adecuadas para evitar o mitigar la exposición a los riesgos operativos.

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## MANTENIMIENTO DE REGISTROS OBLIGATORIOS (ART 13.6)

OBJETIVO: PERMITIR LA COMPROBACION A POSTERIORI DEL EFECTIVO CUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES DE LA ENTIDAD CON RESPECTO A SUS CLIENTES.

n2

- Mantenimiento de *determinada información* a disposición del supervisor durante un periodo mínimo de 5 años
- Grabaciones de ordenes durante 1 año
- Cumplimiento de tres condiciones:
  - o Los registros deben ser suficientes para comprobar el cumplimiento normativo por parte del supervisor
  - o No ser fácilmente manipulables
  - o Permitir al supervisor reconstruir fácil y fielmente cada paso de un proceso, orden o transacción.
  - o Registros telefónicos: existencia se deja a juicio de autoridad competente

n2

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## SISTEMAS DE PROTECCIÓN DE ACTIVOS DE CLIENTES (ART. 13.7 Y 13.8)

OBJETIVO: SALVAGUARDA DE ACTIVOS DE CLIENTES (EFECTIVO, VALORES O CUALQUIER INSTRUMENTO FINANCIERO DEPOSITADO EN LA ENTIDAD)

• EFECTIVO: Se requiere el subdepósito en una entidad de crédito o banco regulado o autorizado, o Banco Central.

- Se permite cuenta ómnibus pero siempre que se identifiquen de forma separada los fondos de clientes de los de la entidad.

# RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN Y REQUISITOS ORGANIZATIVOS (Arts 5-13)

## SISTEMAS DE PROTECCIÓN DE ACTIVOS DE CLIENTES (ART. 13.7 Y 13.8)

OBJETIVO: SALVAGUARDA DE ACTIVOS DE CLIENTES (EFECTIVO, VALORES O CUALQUIER INSTRUMENTO FINANCIERO DEPOSITADO EN LA ENTIDAD)

n2

VALORES E INSTRUMENTOS FINANCIEROS: La entidad es responsable de la correcta asignación de subdepositarios y de informar al cliente de su utilización. Debe mantener registros internos que permitan identificar la correspondencia *cliente-valor-subdepositario*.

n2

No se restringe la posibilidad de “utilización” o reinversión de activos de clientes, siempre que éste consienta por escrito.

n2

- Los anteriores deberes de información y advertencias al cliente EN CONTRATO (para todo tipo de cliente).

## **GESTIÓN CONFLICTOS DE INTERÉS (Arts 13.2 Y 18)**

### IDENTIFICACIÓN, GESTIÓN E INFORMACIÓN SOBRE CONFLICTOS DE INTERÉS (ART. 13.3 en relación con 18.1 Y 18.2)

OBJETIVO: IDENTIFICAR Y GESTIONAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS. PREVENCIÓN PERJUICIO A CLIENTES.

n2

- IDENTIFICACIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS
- LLEVANZA DE UNA POLITICA SOBRE CONFLICTOS
  - o Murallas chinas
  - o Políticas retributivas adecuadas
  - o Supervisión directa independiente
  - o Restricciones actividades conflictivas
  - o Restricciones de incentivos al personal
- PUBLICIDAD SOBRE CONFLICTOS DE INTERÉS
- CONFLICTOS DE INTERÉS-ANALISIS FINANCIERO

n2

## El Análisis Financiero (I)

- DEFINICION Y OBJETIVOS

- Actividad auxiliar definida en la MiFID y en la Directiva 125 de abuso de mercado (“MAD”).
- Objetivos distintos de la MAD y la MiFID:
  - MAD: Integridad del mercado y publicidad de conflictos.
  - MiFID: Protección del inversor mediante la prevención de conflictos que dañen la objetividad del análisis.

n2

MiFID medidas complementarias a las de la MAD. Objetivos: objetividad e independencia del análisis financiero y prevención de “dealing ahead”.

## El Análisis Financiero (II)

### • AMBITO DE APLICACIÓN MiFID

n2

- El análisis debe ser realizado con vistas a su **difusión fuera de la entidad** y sus grupos, de forma verbal o escrita.

n2

- Clara **distinción** entre análisis objetivo e imparcial y **comunicaciones de marketing**.
- **Asignación de responsabilidades** entre el "productor" y el "distribuidor" del análisis.  
Análisis de terceros.

## El Análisis Financiero (III)

- REQUISITOS DE LA POLITICA DE CONFLICTOS DE INTERÉS:
  - Las personas que participan en la producción no pueden:
    - Negociar en instrumentos financieros con anterioridad a la difusión del análisis (“dealing ahead”).
    - Negociar de manera contraria a las recomendaciones realizadas.
    - Aceptar pagos o incentivos de emisores u otros terceros con interés material en el análisis.
  - Las entidades no pueden:
    - Prometer a los emisores análisis favorables a cambio de la prestación de un servicio futuro y continuado a dicho emisor.
  - Establecimiento de barreras de información efectivas como mínimo entre las personas que participan en la producción y el negocio de banca corporativa.
  - Otros requisitos (supervisores de los analistas, remuneración, participación en otras actividades de inversión, etc...). Son una concreción más exigente de las medidas horizontales para la gestión de conflictos.

- **Agente vinculado a una ESI vs Agente múltiple (ESI)**
  - En exclusiva (agente vinculado); sin exclusividad (ESI).
  - Régimen de autorización (con o sin verificación previa de la autoridad competente).
  - Posibilidad de que manejen dinero o instrumentos financieros de clientes (opcional según Estado miembro).
  - Obligatoriedad de un registro público (posibilidad de subcontratación de la llevanza pero no de la responsabilidad -> deber público).

## **TIPOS DE CLIENTES (ANEXO II MiFID)**

- La Directiva distingue tres tipos de clientes y ajusta su **protección legal** a sus características.
- Criterios de clasificación: Experiencia inversora, conocimientos, capacidad financiera, estatus de entidad regulada.
- **Tipos de clientes** {
  - Minorista: protección plena
  - Profesional: protección limitada.
  - Contraparte elegible: ninguna
- **Cliente minorista:** el que no es profesional

## TIPOS DE CLIENTES (ANEXO II MiFID)

### **CLIENTES PROFESIONALES: carácter automático y voluntario**

Clientes profesionales con carácter automático:

- Entidades reguladas de los mercados financieros
- Grandes empresas, 2 de 3 condiciones:
  - Total balance: 20 mm €
  - Volumen neto de negocio: 40 mm €
  - Fondos propios: 2 mm €
- Gobiernos y organizaciones internacionales.
- Inversores institucionales cuya actividad principal consiste en invertir en instrumentos financieros.

*La condición de profesional es **negociable** y la empresa de inversión tiene ciertas **obligaciones informativas** sobre las implicaciones de este estatus.*

## CLIENTES PROFESIONALES.

Clientes profesionales con carácter voluntario:

- Ante el riesgo de abuso, se han fijado **requisitos** estrictos para operar voluntariamente como profesional:
  - Operaciones de volumen significativo con frecuencia media de 10 operaciones por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.
  - Valor de la cartera > 500.000 €
  - El cliente ha ocupado un cargo en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones y servicios previstos.
- Necesario que la empresa de inversión realice una **evaluación** de las características del cliente.
- La renuncia del cliente a su condición de minorista está sujeta a obligaciones formales.

## **TIPOS DE CLIENTES (ANEXO II MiFID)**

### **RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS CLIENTES PROFESIONALES**

- No se detalla en la Directiva, sino en el nivel 2 (CESR)

n2

**Protección inferior** a la del cliente minorista en los siguientes ámbitos:

- Información y comunicaciones publicitarias.
- Documentación contractual.
- Test de idoneidad.
- Protección del Fondo de Garantía de Inversiones.
- Normas de ejecución de órdenes por parte de los internalizadores sistemáticos.

## **TIPOS DE CLIENTES (Artículo 23)**

### **LAS CONTRAPARTES ELEGIBLES.**

- Clientes con el **máximo conocimiento y experiencia** en los mercados de valores.
- En su operativa carecen de la protección de:
  - las normas de conducta (art. 19)
  - las normas de gestión de órdenes (art. 22)
  - el principio de ejecución de órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente (art. 23)
- Se les considera clientes a los demás efectos.
- Se distinguen dos subtipos de contrapartes elegibles:
  - Contrapartes elegibles con carácter **automático**
  - Contrapartes elegibles con carácter **voluntario**.

## **TIPOS DE CLIENTES (Artículo 23)**

### **CONTRAPARTES ELEGIBLES CON CARÁCTER AUTOMÁTICO.**

- Empresas de inversión, entidades de crédito y compañías de seguros.
- Organismos de inversión colectiva y sociedades de gestión.
- Fondos de pensiones y sociedades de gestión.
- Entidades financieras autorizadas o reguladas.
- Administraciones, bancos centrales y organizaciones internacionales
- La condición de contraparte elegible es automática pero **negociable**.
- La entidad tiene la obligación de fijar un procedimiento de clasificación de los clientes.

### CONTRAPARTES ELEGIBLES CON CARÁCTER VOLUNTARIO.

- La Directiva permite que los clientes se acojan voluntariamente a la categoría de contraparte elegible siempre que así lo decidan los **Estados miembros**.
- CESR establece unos **requisitos** para operar voluntariamente como contraparte elegible:
  - Empresas con cifra de total balance > 20 mill €
  - Empresas con volumen de negocios neto > 40 mill €
  - Empresas con fondos propios > 2 mill €
- La renuncia del cliente a su condición de minorista o profesional está sujeta a obligaciones formales.

n2

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

---

## **INTRODUCCIÓN**

- Diferentes niveles de protección en función de la categoría de los clientes.
- Fundamentalmente recogidas en la sección segunda: artículos 19 a 24.
- Normas del art. 19 podemos estructurarlas en tres grupos:
  - Información a entregar a los clientes.
  - Contratos para clientes.
  - Test de idoneidad.

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## **INFORMACIÓN A ENTREGAR A LOS CLIENTES**

Objetivo: los clientes deben disponer de la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión y conocer el estado tanto de sus operaciones como de su cartera.

n2

- Información a entregar **antes** de la prestación del servicio. Se regulan incluso las comunicaciones comerciales y publicidad.
- Información a entregar una vez prestado el servicio. Mayor exigencia para el caso de clientes particulares.

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

---

## **CONTRATOS PARA CLIENTES**

Objetivo: Las relaciones derivadas de todos los servicios de inversión deben quedar documentadas en un contrato firmado entre las partes.

n2

- Con **carácter previo** a la prestación de **todos** los servicios de inversión y del servicio auxiliar de depósito se formalizará un contrato, de manera **expresa** (particulares y profesionales).

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## **CONTRATOS PARA CLIENTES**

n2

- Contenido general de los contratos (sólo particulares).
- Contenidos específicos para:

n2

- Contrato para operar en derivados.
- Contrato de gestión de carteras.
- Depósito (particulares y profesionales)

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## **TEST DE IDONEIDAD (1)**

Objetivo: Asegurar la idoneidad de cada producto o servicio para cada cliente.

- Obligación de recabar información necesaria para comprobar la adecuación del servicio de inversión prestado al cliente.
- Obligación de mantener esta información actualizada.
- No sólo una obligación de obtención de información.
- Actuaciones en caso de negativa del cliente.

n2

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

**n2**

## **TEST DE IDONEIDAD (2)**

- Completo: Gestión de carteras - Asesoramiento.
  - Conocimiento y experiencia.
  - Situación financiera.
  - Objetivos de inversión.
- Parcial: Resto servicios de inversión.
  - Conocimiento y experiencia.
- Exención: Servicio "sólo ejecución".
- Diferencias para clientes profesionales.

**n2**

**n2**

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## **Art. 22: GESTIÓN DE ÓRDENES**

Objetivo: Procedimientos y sistemas para la ejecución puntual, justa y rápida según instrucciones del cliente. Asegurar la no discriminación de clientes en la ejecución de órdenes, así como evitar posibles conflictos de interés.

- n2
- Obligaciones anteriores a la ejecución de la orden.

- n2
- Front Running – Dealing Ahead

# **NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)**

## **Art. 22: GESTIÓN DE ÓRDENES**

Principio general de ejecución: SECUENCIAL

• Excepción a la ejecución secuencial:

• Agregación de órdenes

• Ejecución parcial de órdenes agregadas

• Condición: Con carácter previo procedimiento no discriminación de clientes.

• Caso particular (art. 22.2). Gestión de órdenes limitadas no ejecutables inmediatamente:

• Difundir inmediatamente y facilitar su ejecución.

• Remitir a un MR, MTF o a un sistema con resultados equivalentes.



# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## ***RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN***

### **ARTÍCULO 21. Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente.**

Las ESIS deben adoptar todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden.

### **ARTÍCULO 19 (1) Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes**

Cuando presten servicios de inversión o, en su caso, servicios auxiliares a clientes, las ESIs debe actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## ***RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN (Art. 21 y 19(1) )***

n2

### **ÁMBITO DE APLICACIÓN**

- ESIs que ejecutan órdenes, propiamente dichas (Vía art. 21).
- Gestores de carteras y ESIS que realizan recepción y transmisión de órdenes (Vía art. 19(1) ).

n2

### **ENFOQUE REGULATORIO**

Proporcionar principios generales en la definición de Mejor Ejecución (precio, rapidez, etc.)- para evitar que una legislación muy detallada sea tomada por las ESIs como un "safe harbour"- y centrarse en los temas de supervisión e información a los clientes.

n2

### **ENFOQUE SUPERVISOR**

Gracias a la información de "comunicación de operaciones" se podrá contrastar la obtención de la ME y establecer controles.

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## ***RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN (Art. 21 y 19(1))***

### **LA POLÍTICA DE EJECUCIÓN**

- Es uno de los mecanismos para cumplir con la obligación de ME.
- Debe incluir, para cada clase de instrumento, los sistemas de negociación que permiten lograr de manera consistente la ME.

n2

### **REVISIÓN DE LOS MECANISMOS DE EJECUCIÓN**

- Como mínimo cada 12 meses.
- Más frecuentemente, para verificar que haya cambios:
  - ✓ Que los sistemas de negociación garantizan de forma consistente la ME.
  - ✓ Que los mecanismos de ejecución incluyen las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible.

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## ***RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN (Art. 21 y 19(1))***

### **n2** INFORMACIÓN A LOS CLIENTES (General)

- Descripción de cómo la ESI consigue obtener el mejor resultado posible:
  - ✓ Jerarquización de los factores de ME.
  - ✓ Alerta sobre cómo las instrucciones específicas pueden comprometer la ME.
  - ✓ Relación de los sistemas de ejecución “importantes”, con la indicación de que el cliente puede solicitar información adicional.
- Descripción de los procedimientos de la ESI para comunicar cambios significativos en su política de ejecución.
- Descripción de las prácticas y los potenciales conflictos de interés en la ejecución de órdenes de clientes y partes interesadas.
- Descripción de los procedimientos de la ESI para establecer y revisar sus procedimientos de ejecución.

# ***NORMAS DE CONDUCTA (Artículos 19 a 24)***

## ***RÉGIMEN DE MEJOR EJECUCIÓN (Art. 21 y 19(1) )***



### **INFORMACIÓN A LOS CLIENTES (Comunicaciones telefónicas)**

Se permite que la información se comuniqué oralmente siempre que:

- Se grabe y se mantenga un registro.
- Si se requiere el consentimiento expreso para ejecutar órdenes fuera de un Mercado Regulado o MTF, debe grabarse y mantenerse un registro.
- Posteriormente debe facilitarse la información en papel o algún otro medio “duradero” (almacenable).

**Principio de libre competencia entre “mercados regulados”, “sistemas multilaterales de negociación” e “internalizadores”:**

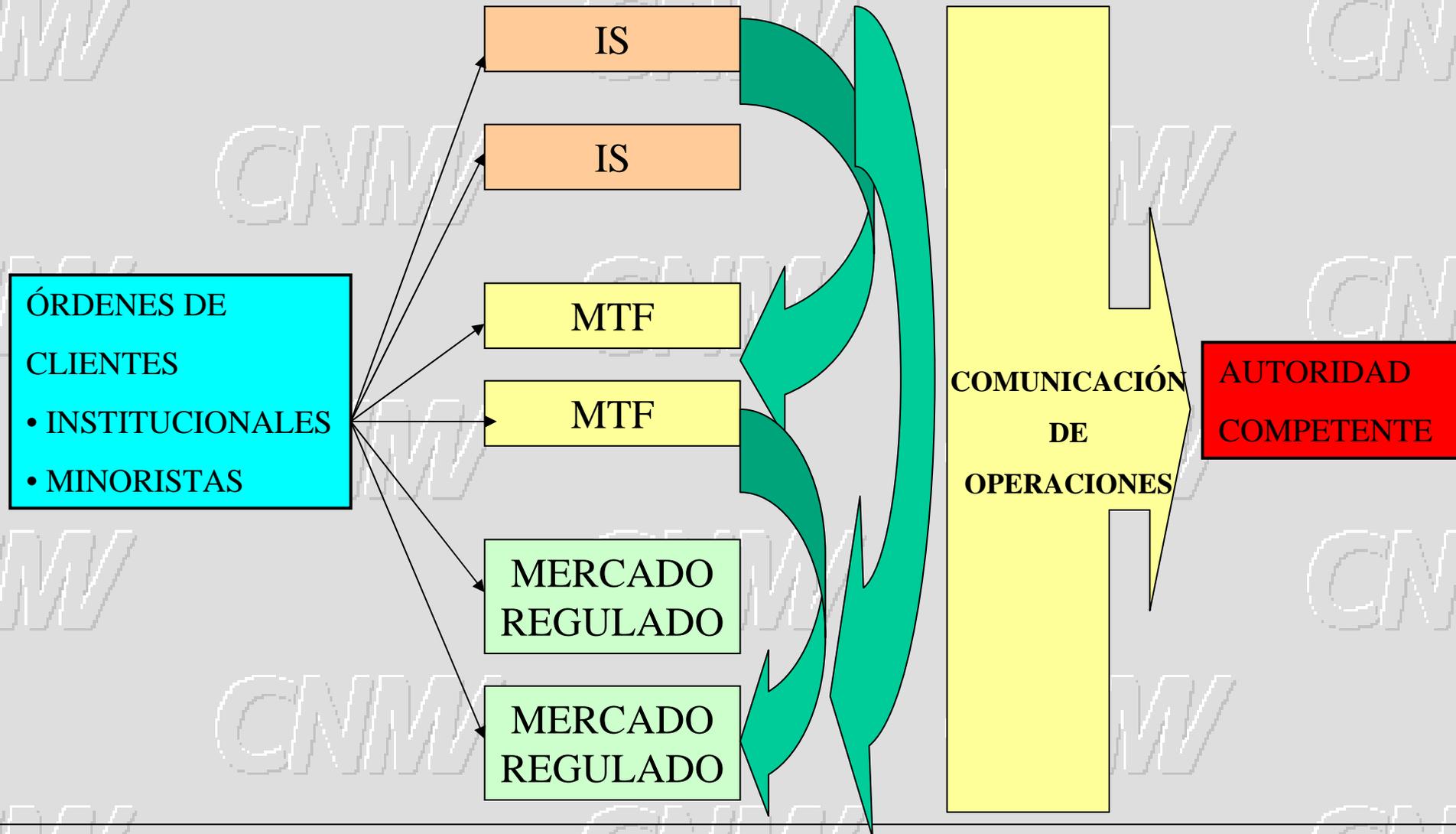
- ◆ **Obligaciones de transparencia e integridad de mercados.**
- ◆ **Reglas de funcionamiento de “sistemas multilaterales de negociación” e “internalizadores”.**
- ◆ **Reglas aplicables a los mercados regulados: autorización, acceso de miembros , admisión de valores y transparencia.**
- ◆ **Reglas para la comunicación de operaciones**

## **CONSIDERACIONES PREVIAS**

### ***Nuevo entorno de negociación planteado por la MIFID***

- Nuevos sistemas de negociación que compiten entre sí: Mercados Regulados (MR), Sistemas Multilaterales de Negociación (MTFs ó SMN) e Internalizadores Sistemáticos (IS). Libertad de competencia, el “levelled playing field”
- Fin del principio de concentración. Importancia de las órdenes casadas internamente.
- Libertad de elección de sistema de compensación y liquidación.
- **ÁMBITO DE APLICACIÓN: Sólo renta variable (reglas de transparencia); todos los activos (admisión a negociación y comunicación de operaciones).**

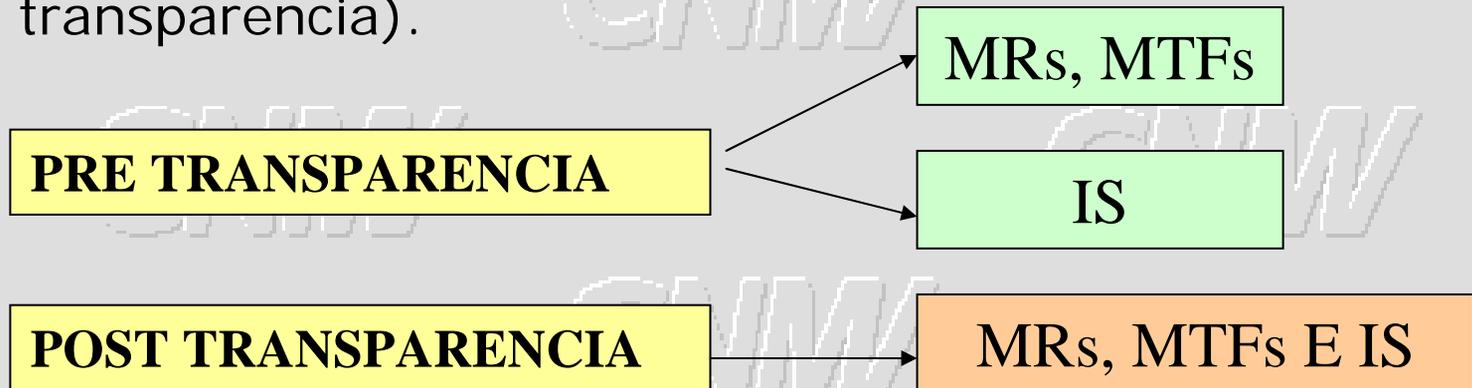
# CONSIDERACIONES PREVIAS



# CONSIDERACIONES PREVIAS

## Consecuencias de este nuevo entorno

- Negociación fragmentada. Necesidad de consolidación de información de negociación.
- Régimen de Transparencia equitativo (Pre y Post transparencia).



- Necesidad de regular la mejor ejecución de las órdenes (ME).
- Los retos de la supervisión. La comunicación de operaciones

# Reglas aplicables a los mercados regulados

## DEFINICIÓN (ART. 4.14)

Sistema multilateral, operado o gestionado por un **gestor del mercado**, que reúne dentro del sistema y según sus normas no discrecionales los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros **admitidos a negociación conforme a sus normas**.

- Requisitos para autorizar el MR y el propio operador.
- Requisitos organizativos para los MRs
- Requisitos de supervisión para MR y operador:
  - ✓ Vigilar correcto funcionamiento.
  - ✓ Informar de prácticas abusivas de mercado.

# Reglas aplicables a los mercados regulados

➤ Acceso de miembros.

• Condiciones de admisión a negociación de valores:

- ✓ Relación con otras Directivas (DF, DAM, DT).
- ✓ Diferentes por tipos de activo:
- ✓ Obligaciones para los MR de verificar que los emisores cumplen con su función de difusión de información

➤ Libertad de elección de sistema de compensación y liquidación.

- ✓ Los MR pueden establecer acuerdos con sistemas de compensación y liquidación.
- ✓ No se puede imponer sistemas de compensación y liquidación.

n2

# Reglas de funcionamiento de SMNs E IS

## SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN (MTFs ó SMNs)

### DEFINICIÓN (ART. 4.15)

Sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir -dentro del sistema y según normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos.

- La gestión de un MTF es una actividad financiera principal que podrá desarrollar una ESI o el operador de un Mercado regulado  potenciales conflictos de interés.

### REGLAS DE FUNCIONAMIENTO (ART. 14)

- Establecer normas de negociación transparentes y no discrecionales.
- Establecer normas transparentes a la admisión de valores

# **Reglas de funcionamiento de SMNs E IS**

## **SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN (MTFs ó SMNs)**

### **RÉGIMEN DE ACTUACIÓN (ART. 26)**

Los operadores que gestionen un SMN deben:

- establecer y mantener mecanismos y procedimientos eficaces para supervisar el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios.
- supervisar las operaciones con objeto de detectar infracciones de dichas normas o situaciones de abuso de mercado.
- informar a la autoridad competente infracciones de sus normas y de actuaciones que puedan suponer abuso de mercado y facilitar inmediatamente la información pertinente para la investigación y la persecución del abuso de mercado

# Reglas de funcionamiento de SMNs e IS

## INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA

### DEFINICIÓN (ART. 4.7)

ESIs que de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes contra su cuenta propia al margen de los Mercados Regulados y de los MTFs.

- Compiten con el resto de sistemas de negociación (Mercados Regulados y MTFs); necesario régimen de transparencia equitativo. El art. 27 les impone una serie de obligaciones (esencialmente, deber de cotizar precios durante la horas normales de mercado y condiciones a la actualización y retirada de sus cotizaciones).
- Al operar contra su cuenta propia ponen en riesgo su propio capital, por lo que se les conceden salvaguardas razonables para evitar un excesivo riesgo en su operativa (incluso riesgo sistémico). Esta “ventaja competitiva” se refiere a la existencia de un régimen de pre transparencia propio y distinto del que se aplica a los Mercados Regulados y MTFs

# Reglas de funcionamiento de SMNs e IS

## INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA

n2

### CRITERIOS DEFINICIÓN IS

- Criterios cualitativos (obligatorios):
  - ✓ Disponer de un modelo de negocio específico o de normas, protocolos o procedimientos para esta actividad.
  - ✓ Atribución de medios humanos y técnicos a esta actividad (aunque sea de manera no exclusiva).
  - ✓ La actividad está disponible de manera continua para los clientes.
- Criterios cuantitativos (indicadores negativos):
  - ✓ El efectivo internalizado es menos que el 15% del efectivo total negociado por la ESI en el último año.
  - ✓ El efectivo internalizado es menos que el 0,5% del efectivo total negociado en el mercado más líquido en el último año.

# Reglas de funcionamiento de SMNs e IS

## INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA

n2

### RÉGIMEN DE ACTUACIÓN (NIVEL II)

Régimen poco desarrollado a nivel II (se requerirá un nivel III más exhaustivo):

- Cotizar siguiendo las condiciones de mercado.
- Actualización y retirada de cotizaciones (Sin nivel II).
- Obligaciones en la gestión de órdenes de clientes:
  - ✓ Limitar el número de transacciones con sus clientes.
  - ✓ Transacciones en grupos de valores.
  - ✓ Transacciones sujetas a condiciones distintas al precio de mercado.

## POST TRANSPARENCIA MRs (ART. 45) Y MTFs (ART. 30) Y ESI s (ART. 28)

n2

### ➤ CONTENIDO Y PUBLICACIÓN

- ✓ Precio, volumen, identificación y “flags”.
- ✓ En tiempo real (< 3 min.).
- ✓ Difusión: durante periodo de negociación.

### ➤ EXCEPCIONES (retraso en la difusión).

- ✓ Régimen de bloques.

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

## PRE TRANSPARENCIA MRs (ART. 44) Y MTFs (ART. 29)

### • CONTENIDO Y PROFUNDIDAD DE MERCADO

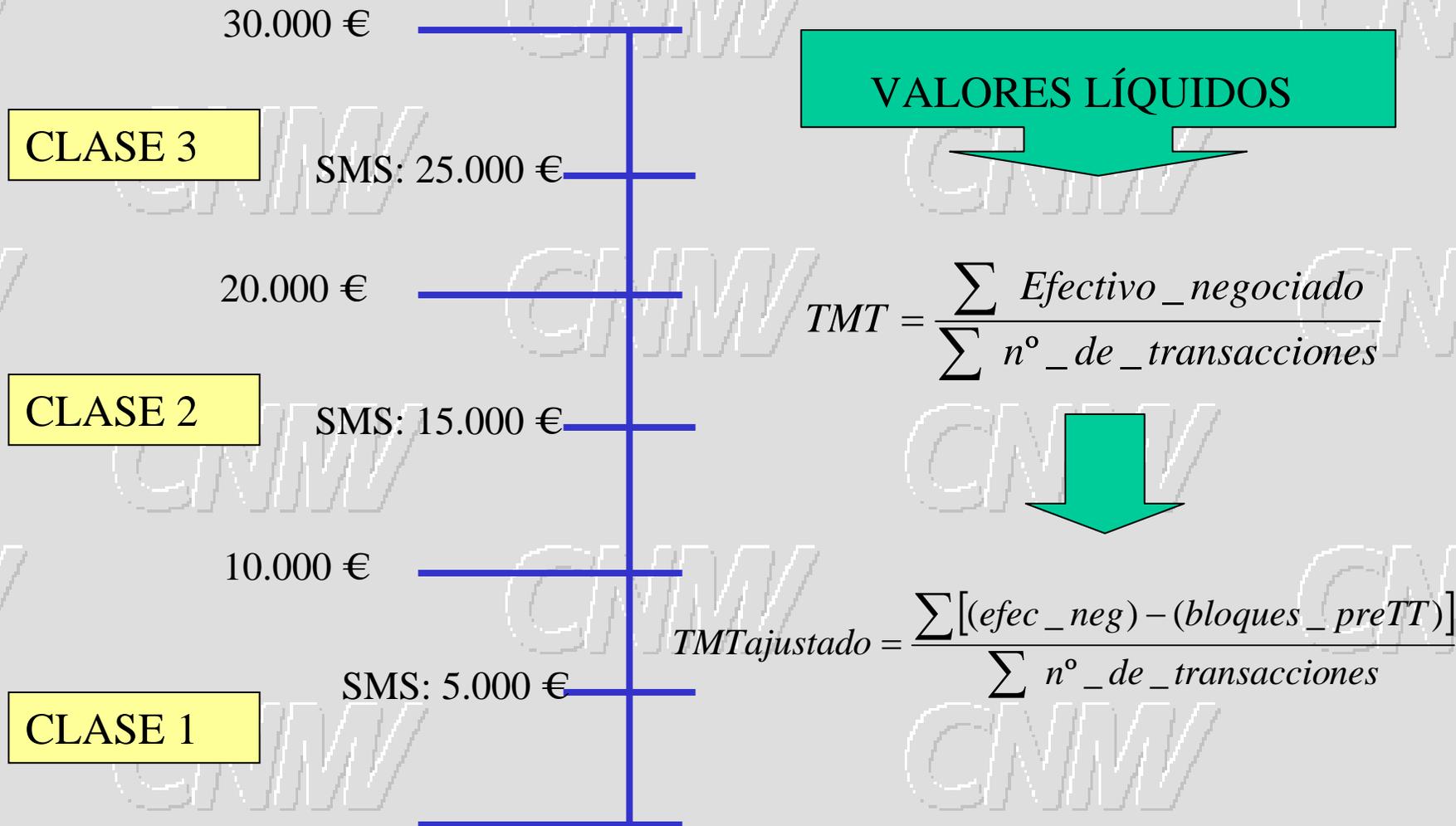
- Mercados electrónicos, Mercados de subasta y Mercados de viva voz con especialista.
- Futuros desarrollos y Mercados híbridos.

### • EXCEPCIONES

- Las operaciones bilaterales:
  - ✓ dentro del spread, al spread medio ponderado o "sujeto a condiciones distintas a precio" (VWAP).
  - ✓ No se aplica a Internalización Sistemática.
- Por modelo de mercado. Los "price taking systems".
- Por tipo de órdenes. Las órdenes de volumen oculto.
- Por elevado volumen. Régimen de bloques.

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

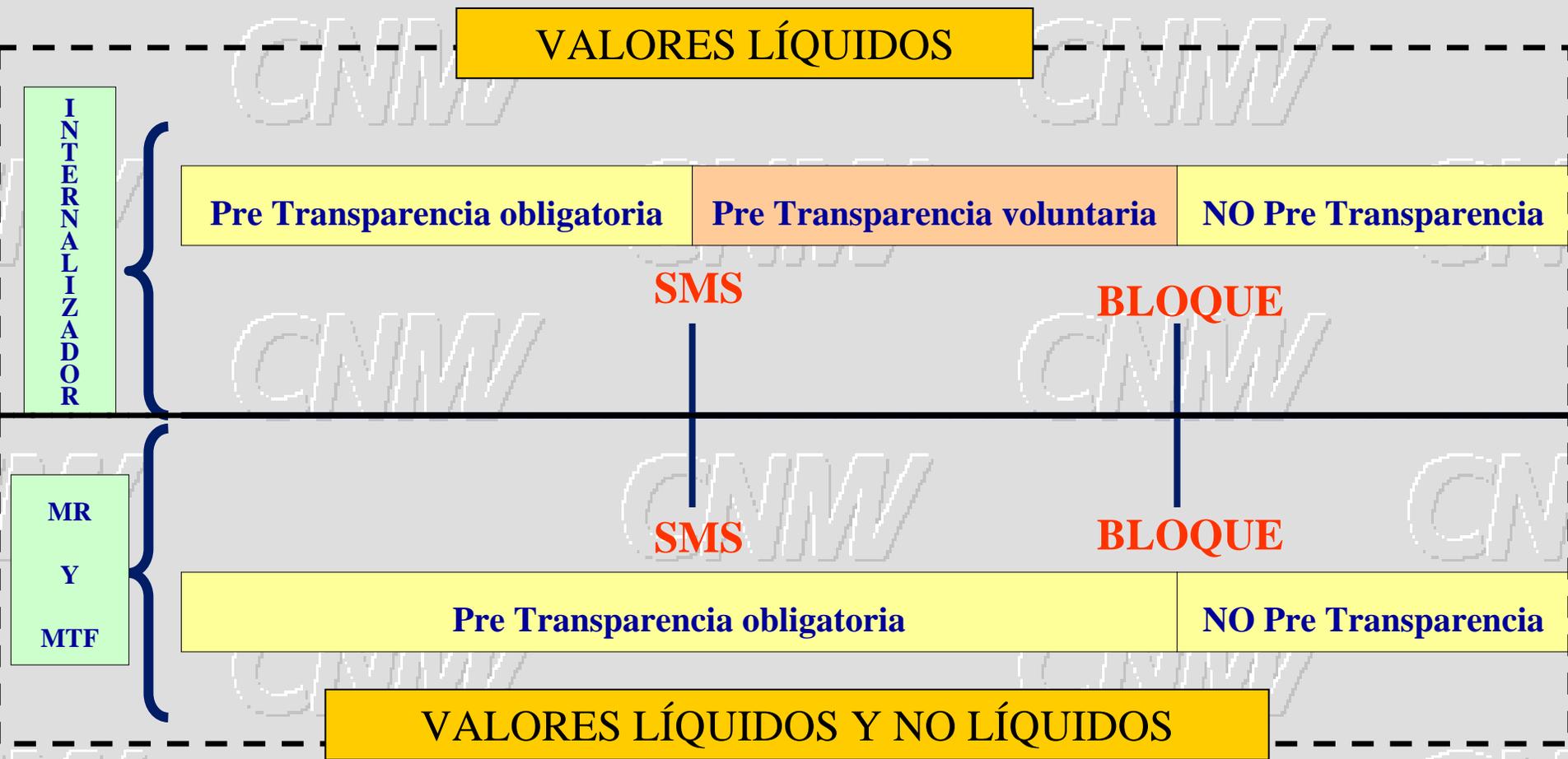
n2



# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

n2

## PRE TRANSPARENCIA MR Y MTF VS IS



## Comunicación de operaciones (art. 25)

- Obligación de comunicar (art. 25.3). Las ESIs que realizan operaciones en cualquier sistema de negociación (MR, MTF, IS) sobre valores admitidos a negociación en MR están obligadas a comunicarlas a:
  - ✓ Autoridad competente del sistema de negociación (MR, MTF, IS). REGLA GENERAL.
  - ✓ Autoridad competente de la ESI. MIEMBROS REMOTOS.
- Redifusión a la Autoridad del mercado más líquido (cooperación entre autoridades, art. 58).

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

---

## Comunicación de operaciones (art. 25)

- Plazo de comunicación. Lo antes posible, no más tarde del día siguiente.
- ¿Quién puede comunicar? (Art. 25.5)
  - ✓ La ESI
  - ✓ Una tercera parte actuando en nombre de la ESI.
  - ✓ Sistema de comunicación aprobado por la Autoridad competente
  - ✓ El propio sistema de negociación (MR, MTF)

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

## Comunicación de operaciones (art. 25)

- ¿Qué se debe comunicar?. La definición de “operación”. Consideraciones acerca de :

n2

- ✓ Préstamo de valores
- ✓ Repos y simultáneas
- ✓ Ejercicio de opciones.
- ✓ Conversión de convertibles
- ✓ Ejercicio de derechos de suscripción
- ✓ Operaciones de mercado primario.

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

## Comunicación de operaciones (art. 25)

- Contenido de la comunicación:

n2

- ✓ Fecha, hora
- ✓ Precio, cantidad, identificación valor
- ✓ Identificación del sistema de contratación
- ✓ Identificación de la ESI.
- ✓ Campos específicos para derivados.
- ✓ **Por cuenta propia/por cuenta de terceros**
- ✓ **Identificación del cliente**

# Obligaciones de Transparencia e integridad de mercados

## CONSOLIDACIÓN DE INFORMACIÓN DE NEGOCIACIÓN

### ➤ HILO CONDUCTOR DSI

- ✓ Relaciona transparencia con Best Execution.
- ✓ Relaciona transparencia con “comunicación de operaciones”.

### ➤ RÉGIMEN DSI

- ✓ Incentivo Fuerzas de Mercado
- ✓ Intervención autoridades: homogeneizar contenidos y formatos.

### ➤ SIN MANDATO. ESTUDIOS PREVIOS GRUPO DSI MERCADOS

- ✓ Barreras a la consolidación.
- ✓ Posibles procedimientos de consolidación.

***Autoridades supervisoras y reglas de cooperación  
(Titulo IV)***

## ***Cooperación entre autoridades competentes (arts. 56 y ss.)***

---

- Obligación general de cooperar (art. 56) y de intercambiar la información necesaria (art. 58) para el desempeño de las funciones que la DMIF encomienda a los supervisores de los mercados de valores.
- Punto nacional único de contacto que ha de comunicarse a la COM y al resto de los Estados miembros.
- Mínimas potestades comunes a todos los supervisores (art. 50)

# Cooperación entre autoridades competentes (arts. 56 y ss.)

## Desarrollo de Nivel 2 (en proyecto):

- Solicitud de cooperación e intercambio de información:
  - Cuando, sobre la base de una obligación prevista en los artículos 56 y 58 de la Directiva, una autoridad competente requiere información a otra, han de cumplirse los siguientes requisitos:
  - A) la solicitud ha de hacerse por escrito. En caso de urgencia, la solicitud puede realizarse oralmente siempre que sea confirmada posteriormente por escrito.
  - B) La solicitud ha de ser lo suficientemente detallada para que la autoridad requerida pueda suministrar la información en cuestión
  - C) El punto de contacto de la autoridad que recibe la solicitud deberá acusar recibo tan pronto como sea posible
  - D) Cuando la información solicitada esté en poder de la autoridad requerida, su punto de contacto deberá transmitir dicha información sin demora al punto de contacto de la autoridad requirente.
  - Si la autoridad competente que recibe la solicitud de información no está en posesión de la misma, deberá adoptar inmediatamente todas las medidas necesarias para obtener la mencionada información y cumplir debidamente con el requerimiento recibido. El punto de contacto de la autoridad competente que recibe la solicitud deberá informar [por escrito] a la autoridad competente solicitante de las razones por las que no le remite inmediatamente la información solicitada.