

# **NOVEDADES MIFID II/MIFIR ESTRUCTURA DE MERCADO**

**Javier Ruiz del Pozo**  
**Director de Mercados Secundarios**

**Madrid, 5 de mayo de 2017**

- **Estructura de mercado**
- **Negociación multilateral**
- **Limitaciones a la actividad OTC**
- **Double volume cap**
- **Mercados de terceros países**
- **Publicaciones sobre calidad de la ejecución**
- **Implementación MiFID II en España**

**Nivel I (Directiva 2014/65/UE y  
Reglamento 600/2014 UE)**

**En vigor desde jul-14 y aplicación ene-18**



- **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?**

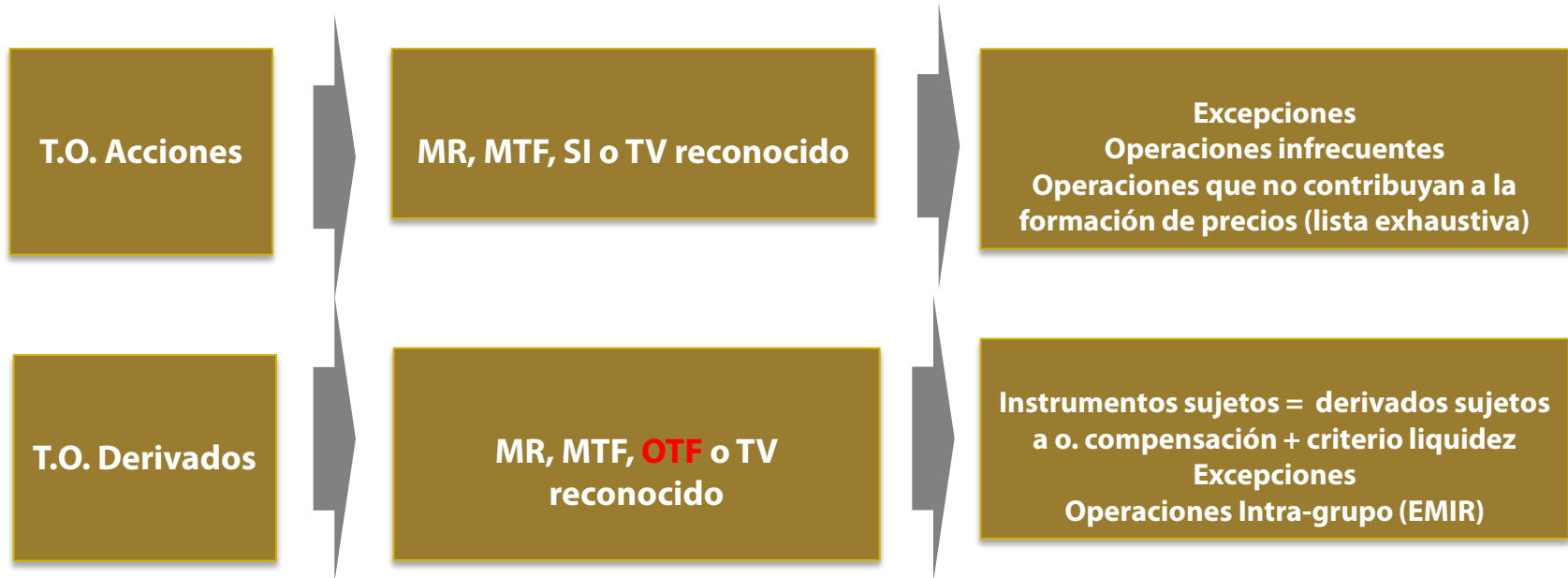


- Interacción de intereses de compradores y vendedores**
- Existencia de un sistema (no necesariamente electrónico): cruce de órdenes de clientes o negociación de transacciones, para poner en contacto dos o más intereses de compra y venta; incluye brokers de voz.**
- Conclusión de una operación en el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

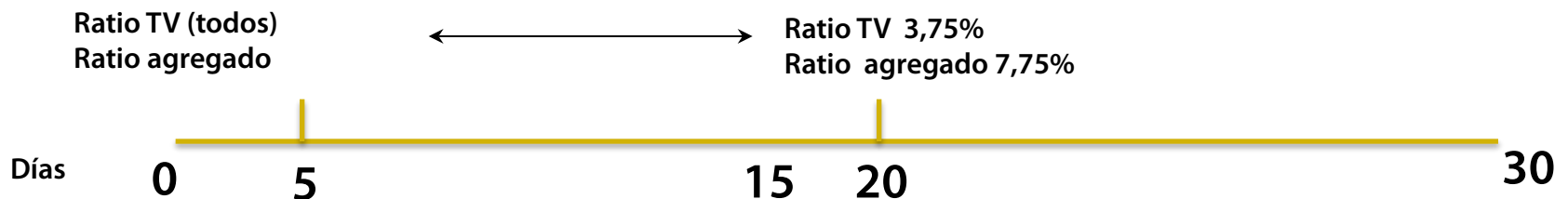
- Back to back transactions
- Organizadas de forma regular
- Las transacciones se ejecutan OTC, al margen de las reglas de un mercado



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

- ❑ El uso de los waivers de pre-traspase 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

## ❑ Normativos

- **Trasposición de la Directiva: modificación de la Ley del Mercado de Valores**
- **Depuración de normas nacionales por ser contrarias o haber quedado superadas**

## ❑ Trabajos de implementación (nivel III)

- **Colaboración con ESMA en el desarrollo de documentos de preguntas frecuentes**
- **Grupo Técnico de Implementación MiFID II**
- **Consultas de la industria sobre aspectos de mercados: [mifid.mercados@cnmv.es](mailto:mifid.mercados@cnmv.es)**

## ❑ Sistemas

- **Integración CNMV en el proyecto FIRDS de ESMA**
- **Adaptación herramientas internas de supervisión (*transaction reporting*)**

## Renta fija

- Iniciativas para la reactivación del mercado primario de renta fija en España
- Unificación de los mercados secundarios de deuda españoles
- Nuevas funcionalidades, cambios en el modelo de mercado

## Instrumentos derivados

- Reorganización del mercado OTC: obligación de negociación de instrumentos derivados en centros de negociación
- Relevancia de la nueva figura, el OTF (aplicación de la discrecionalidad)

## Renta variable

- Revisión de los contratos de liquidez como práctica de mercado aceptada por ESMA
- Nuevas funcionalidades beneficiadas de excepciones a la pre-transparencia (waivers)

## Contexto Target 2 Securities

### Evaluación 1ª Fase: renta variable

- Introducción de la Entidad de Contrapartida Central
- Reducción del plazo de liquidación a D+2

### 2ª Fase de la reforma en marcha: renta fija

- Modificaciones normativas necesarias solicitadas a Tesoro: valores propios de las EP

### Aspectos registrales

- Los trabajos se encuadran en el proyecto de la Unión del Mercado de Capitales
- Análisis de aspectos necesarios de mejora (mayor competencia con T2S)



**Gracias**