



NUEVA REGULACION FINANCIERA

Prioridades y retos de los mercados de valores

Sesión 1

MiFID II y MAR

Madrid, 14 y 15 de Octubre 2014



Jornadas Regulación Internacional CNMV.
MiFID II/MiFIR y MAR/D

Ángel Benito Benito
Director General de Mercados

Dirección General de Mercados CNMV
14 de octubre de 2014

Nuevo entorno de mercado, crisis financiera ➡ necesidad de actualización de la normativa

- ✓ Naturaleza cada vez más global de los mercados de valores
- ✓ Nuevas tecnologías (negociación automatizada y de alta frecuencia)
- ✓ Nuevos canales de comunicación, internet (fuente de información engañosa)
- ✓ Nuevas plataformas de mercado
- ✓ Nuevas formas de manipulación (índices)
- ✓ En el contexto de la “crisis financiera”: anomalías en las condiciones de negociación, alarmante volatilidad, ineficiencia en la valoración de activos

- **Antecedentes:**

- **MiFID I (2007):** fomento de la transparencia y ruptura del principio de concentración introduciendo los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y la comunicación de las operaciones.

- **Objetivos MiFID II:**

Construir mercados financieros más eficientes, flexibles y transparentes en Europa.

- Dos normas de nivel I: Directiva 2014/65/EU (de necesaria transposición) y el Reglamento (EU) No 600/2014 (de directa aplicación).
- ESMA y las autoridades competentes están llevando a cabo los trabajos de desarrollo técnico (Nivel II) de la Directiva y el Reglamento.
- Entrada en vigor jun-14 → de aplicación ene-17.

- **Fomentar la competencia** entre las infraestructuras de mercado en dos niveles, negociación y compensación.
- **Fomentar la negociación en infraestructuras organizadas**, reduciendo los riesgos asociados a la operativa OTC.
- **Ampliar el alcance del régimen de transparencia** a más clases de instrumentos financieros e **imponer límites de posiciones a ciertos instrumentos** que tienen un impacto directo en la economía real, como son los derivados sobre materias primas.
- **Adaptar los requisitos organizativos y de control** de empresas de inversión y centros de negociación a la **creciente realidad de la negociación automatizada**.
- **Mejorar las capacidades de supervisión** relacionadas con los elementos anteriores.

Reglamento (MAR) y Directiva (MAD) contra el abuso de mercado (MAR)



• Aspectos destacables del Reglamento (MAR)

a) Extensión del ámbito de aplicación:

- nuevas plataformas de mercado (SMNs y OTFs) y negociación OTC
- nuevos instrumentos: derechos de emisión, mercados de derivados de materias primas (insider y manipulación) y mercados spot de materias primas (manipulación cruzada)
- ampliación supuestos manipulación: órdenes, otras conductas (intento de manipulación, suministro de datos falsos para índices o desarrollar algoritmos manipulativos)

b) Armonización en la UE del concepto de información privilegiada (también para “*materias primas*”).

c) Nuevos tipos de sanciones administrativas (restitución beneficios, inhabilitación, etc) y armonización de sanciones mínimas.

d) Periodos “cerrados” en los que el directivo del emisor no puede operar.

e) Regulación del delator o “*whistleblower*”.

f) Regulación de las prospecciones o sondeos de mercado (colocación de grandes paquetes accionariales).

g) Unificación y refuerzo de poderes de supervisión “mínimos” de autoridades competentes.

- **Aspectos destacables de la Directiva de Abuso de mercado (nueva MAD)**
 - a) Sanciones penales obligatorias para casos “graves” (incluye privación de libertad).
 - b) Definiciones comunes de conductas ilícitas -delitos- a nivel EU.
 - c) Nuevos “*delitos*” de operaciones con información privilegiada, recomendación o inducción a operar, comunicación ilícita de ésta y manipulación.
 - d) Se hace extensiva la responsabilidad penal de personas jurídicas (conforme a derecho nacional).
 - e) Competencia jurisdicción penal de tribunales españoles, cuando la infracción ha sido cometida en España y cuando la infracción ha sido cometida por español si constituye una infracción en el lugar donde se ha cometido.



MiFID II/MiFIR y MAD/R establecen las reglas para los futuros mercados financieros, que deben jugar un papel importante en el proceso de recuperación económica global, donde restaurar la confianza del inversor es un imperativo.

Gracias



MiFID II/MiFIR: Estructura de mercados

Raúl Navarro Lozano
Técnico Mercados Secundarios

Dirección General de Mercados
Departamento de Mercados Secundarios
14 de octubre de 2014

Fragmentación de la liquidez

- Cambios regulatorios (MiFID I), cambios tecnológicos (smart routings systems).

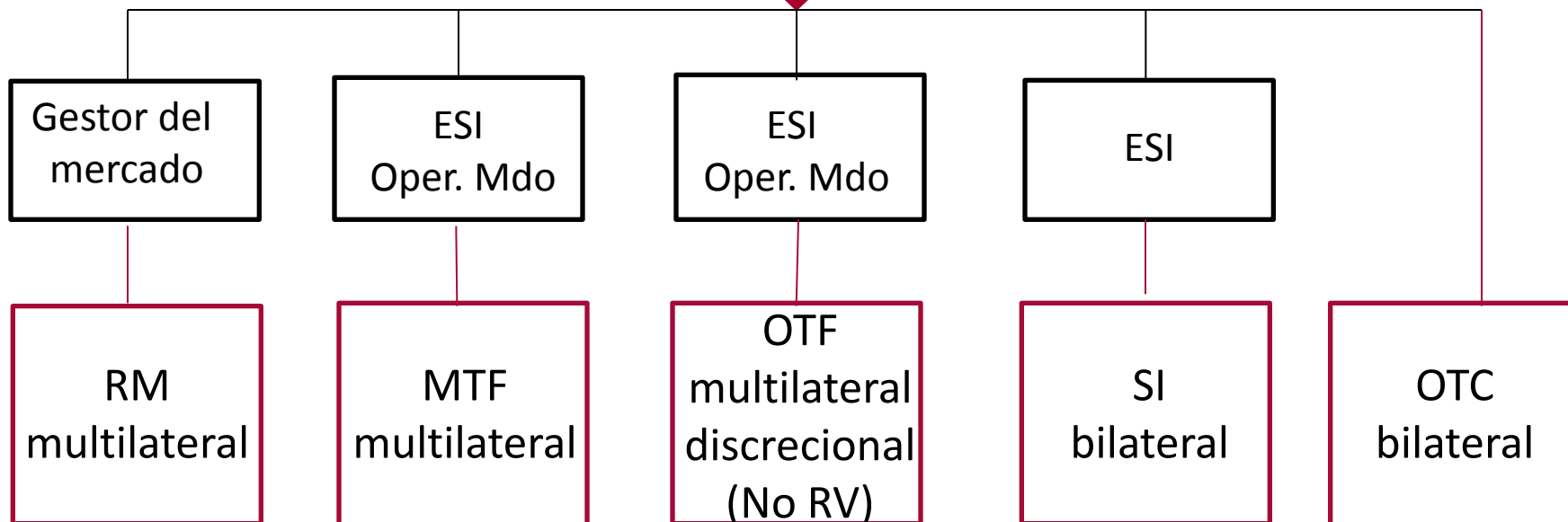
Fragmentación y coste de acceso a la información

- Liquidez no transparente: OTC (entre un 15-40% del volumen total en RV en Europa, AFME 2011), excepciones regulatorias (waivers).
- Nuevos retos para conseguir información consolidada, diferentes niveles de transparencia dentro de la misma clase de activos.
- Preocupación coste comercialización de datos: aproximadamente un 15% de los ingresos de los centros de negociación provienen de la comercialización de datos de mercado (FESE).

Nuevos desarrollos tecnológicos

- Tasa de variación media desde año 2000: órdenes +26%, efectivo negociado +5%, efectivo por operación -4% (BME RV).
- Aproximadamente entre un 20-30% de la negociación en Europa se debe a la actividad HFT (CEMA y Tabb Group).
- Actividad principalmente centrada en valores líquidos y con una relación spread-to-tick mayor (tick es la variación mínima del precio de un instrumento financiero).

Valores RV, RF, Derivados y asimilados
(fragmentación vs concentración)





	<u>RV y asimilados</u>	<u>RF, derivados y asimilados</u>
<u>Pre-negociación</u>	<ul style="list-style-type: none"> · Régimen general pre-transparencia: precios oferta/demanda y profundidad <ul style="list-style-type: none"> ↳ Excepciones (waivers) y límites a su uso (volume cap) ↳ Régimen especial internalizadores sistemáticos (SI) ↳ Comercialización datos desagregada y en condiciones razonables 	
<u>Negociación</u>	<ul style="list-style-type: none"> · Obligación negociación acciones RM, MTF y SI <ul style="list-style-type: none"> ↳ Excepciones 	<ul style="list-style-type: none"> - Régimen SI - Algo, HFT y DEA - Req. organizativos TV - Req. organizativos ESI - Tick Sizes (RV)/OTR - Acuerdos de creación de mercado
<u>Post-negociación</u>	<ul style="list-style-type: none"> · Régimen general post-transparencia: precio, volumen y hora ejecución <ul style="list-style-type: none"> ↳ Publicación diferida ↳ Difusión información APA, TV y consolidación a través de un CTP ↳ Comercialización datos desagregada y en condiciones razonables 	
	<ul style="list-style-type: none"> · Comunicación operaciones a Autoridades Competentes: ARM, ESI, TV · Acceso a CCP, a TV y a índices de referencia 	
		Commodity derivatives: <ul style="list-style-type: none"> ↳ Reporting ↳ Límites de posiciones

Post-transparencia

CTP

Publicación del precio, volumen y hora de la operación tan pronto se realice.

APA

ESI

OTC/SI

RM MTF OTF

ESI

Transaction Reporting

AC

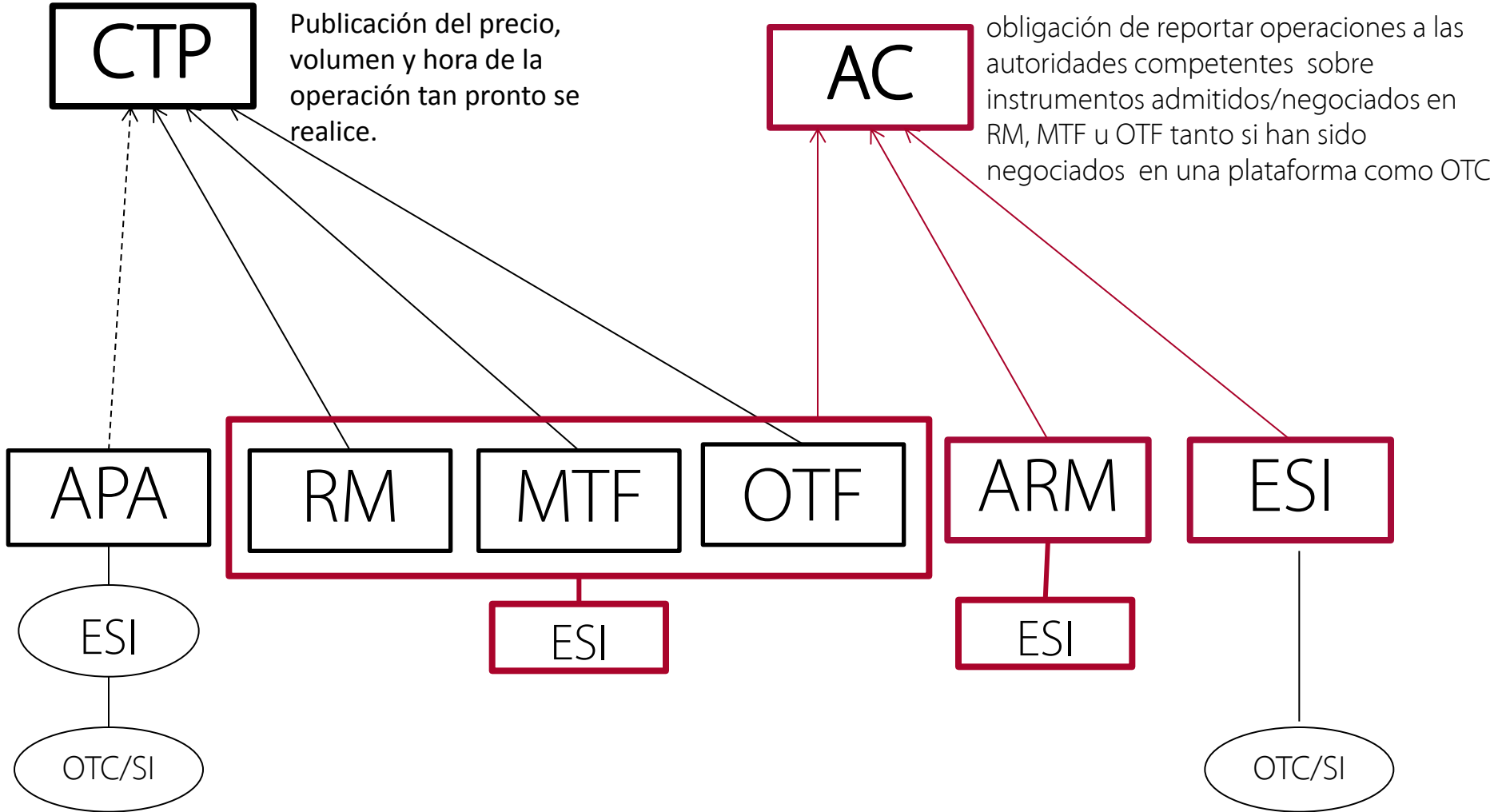
obligación de reportar operaciones a las autoridades competentes sobre instrumentos admitidos/negociados en RM, MTF u OTF tanto si han sido negociados en una plataforma como OTC

ARM

ESI

ESI

OTC/SI



Estado de los trabajos

2014		2015			2016	2017
Mayo-agosto	Diciembre	Marzo	Junio	Diciembre		1 de Enero
Publicación						
CP (act. delegados)	Act. delegados Com. Europea					
DP (RTS/ITS)	CP (RTS/ITS)		RTS Com. Europea	ITS Com. Europea		
					Adaptación	Entrada en vigor





LA NUEVA REGULACIÓN FINANCIERA

Prioridades y retos de los mercados de valores

MiFID II: Requerimientos de transparencia en mercados secundarios

Leticia Carpintero Llamas

Técnico Mercados Secundarios

Departamento Mercados Secundarios

14 de octubre de 2014

“La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto deficiencias en la transparencia de los mercados financieros, lo cual puede contribuir a la generación de efectos socioeconómicos nocivos. [...] A fin de reforzar la transparencia y de mejorar el funcionamiento del mercado interior para los instrumentos financieros, debe crearse un nuevo marco que establezca requisitos uniformes para la transparencia de las operaciones en los mercados de instrumentos financieros”

Considerando 1, MiFIR

Obligación: publicar precios de oferta y demanda.

Exenciones:

- a) Precio de referencia del centro de negociación
 - admitido a negociación por primera vez
 - mercado más importante en términos de liquidez

- b) Ops. negociadas
 - dentro de la horquilla vigente de precios ponderados
 - instrumentos financieros no líquidos
 - sujetas a condiciones distintas del precio corriente de mercado

- c) Órdenes cuyo tamaño sea elevado en comparación con el tamaño normal del mercado (LIS).

- d) Órdenes mantenidas en un mecanismo de gestión de órdenes del centro de negociación a la espera de su publicación.

▶ *Concedidas por las ACs. En caso de conflictos entre diferentes ACs → decide ESMA*

Limitación a las exenciones: Mecanismo de limitación de volumen

- % negociación de un IF al amparo de la excepción hecha en un TV < **4% volumen total de negociación de ese IF en todos los TV en un periodo 12 meses.**
- La negociación total de un IF en la UE al amparo de la excepción < **8% del volumen total de negociación de ese IF en toda la UE en un periodo de 12 meses.**

➡ No aplicable: instrumentos ilíquidos, opciones negociadas sobre un % del precio de referencia y sujetas a condiciones distintas del precio corriente de mercado.

Si se exceden dicho porcentajes → se suspenderá la exención por 6 meses

Obligación: publicar precio, volumen y tiempo de las transacciones ejecutadas tan pronto como sea posible.

Publicación diferida:

- Transacciones cuyo tamaño sea elevado en comparación con el tamaño normal del mercado (LIS).

▶ *Concedidas por las ACs. En caso de conflictos entre diferentes ACs → decide ESMA*

Obligación: publicar precios de oferta y demanda.

➔ No aplicable: operaciones entre contrapartes no financieras que reduzcan riesgos en actividad comercial.

Exenciones:

- a) Órdenes cuyo tamaño sea elevado en comparación con el tamaño normal del mercado (LIS).
- b) Órdenes mantenidas en un mecanismo de gestión de órdenes del centro de negociación en espera de la publicación.
- c) Indicaciones de interés ejecutables en sistemas de cotización bajo petición o de negociación de viva voz > del volumen específico (size specific).
- d) Derivados no sujetos a la obligación de negociar y otros instrumentos para los que no existe un mercado líquido.

Si se concede la exención → publicar precios indicativos de compra y venta pre-negociación próximos al precio de los intereses de negociación.

▶ *Concedidas por las ACs. En caso de conflictos entre diferentes ACs → decide ESMA*

Obligación: publicar precio, volumen y tiempo de las transacciones ejecutadas tan pronto como sea posible.

Publicación diferida:

- a) Operaciones cuyo tamaño sea elevado en comparación con el tamaño normal del mercado (LIS).
- b) Instrumentos (o clases) si no existe mercado líquido.
- c) Operaciones > volumen específico (size specific) del instrumento/clase → expone a los proveedores de liquidez a un riesgo indebido.

▶ *Concedidas por las ACs. En caso de conflictos entre diferentes ACs → decide ESMA*

Común para pre y post transparencia:

Suspensión temporal ($\leq 3m$): si la liquidez de una categoría de instrumentos financieros es inferior a un umbral determinado.

	Pre-transparencia	Post-transparencia
RV	<ul style="list-style-type: none"> - Publicar las cotizaciones si existe mercado líquido. - Si no existe mdo. líquido → bajo petición de clientes. - El IS puede decidir el volumen al que quiere cotizar. <ul style="list-style-type: none"> ↳ Volumen min. cotización = 10% SMS <p>→ Aplica si IS negocia volúmenes ≤ SMS</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Publicar volumen, precio y tiempo de las operaciones a través de las APAs . - Publicación diferida: régimen general.
RF, derivados y otros	<ul style="list-style-type: none"> - Publicar las cotizaciones si existe mercado líquido, es <u>solicitado por el cliente y acepta el IS.</u> - Acceso a cotizaciones por clientes: política comercial y condiciones objetivas. - Actualización y revocación (condiciones excepcionales) de cotizaciones. <p>→ No aplica si IS negocia volúmenes > Volumen específico (size specific)</p>	



REGLAMENTO DE ABUSO DE MERCADO (MAR) Y DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO (MAD)

Xavier Zahn García

DIRECCIÓN GENERAL DE MERCADOS
DEPARTAMENTO DE MERCADOS SECUNDARIOS
14 de octubre de 2014

1- Objetivos de la MAR/MAD

- Aumentar la integridad del mercado y la protección a los inversores.
- Reforzar la aplicación del régimen de abuso de mercado y evitar posibilidades de arbitraje regulatorio por: a) diferentes conceptos legales, b) discrecionalidad del regulador, c) régimen sancionador desigual y d) diferentes poderes de autoridades competentes.
- Incrementar la eficacia de la regulación con reducción de cargas a las PYMES.
- Mejorar la transparencia y la supervisión de los mercados de derivados.
- Incrementar la coordinación de la actuación de los reguladores nacionales.
- Acompasar la normativa de abuso de mercado a la normativa MiFID.

2- Principales novedades del Reglamento (MAR)

a) extensión del ámbito de aplicación:

- Nuevas plataformas de mercado (SMNs y OTFs) y negociación OTC.
- Nuevos instrumentos: derechos de emisión, derivados de materias primas (insider y manipulación) e instrumentos spot de materias primas (manipulación cruzada).
- Ampliación supuestos manipulación: órdenes, otras conductas (intento de manipulación, suministro de datos falsos para índices o desarrollar algoritmos manipulativos).

b) Armonización concepto de información privilegiada (materias primas) y de los requisitos para el retraso en su publicación en supuestos de emisores financieros con riesgo sistémico.

c) Regulación de los sondeos de mercado (i.e.; colocación de grandes paquetes accionariales).

d) Adaptación del régimen general a Pymes (lista de iniciados y publicación de información privilegiada).

2- Principales novedades del Reglamento (MAR)

- e) Regulación de la figura de delator o “whistleblower”.
- f) Comunicaciones de operaciones de directivos:
 - Comunicación de operaciones en acciones, renta fija y derivados del emisor.
 - Introducción de un período restringido “cerrado” para realizar operaciones.
- g) Refuerzo del régimen sancionador;
 - Restitución beneficios obtenidos.
 - Inhabilitación de funciones de dirección en ESIS.
 - Cuantía mínima de sanciones pecuniarias (cuando la infracción genera beneficio cuantificable).

3- Novedades de la Directiva de Abuso de Mercado (MAD)

- a) Sanciones penales obligatorias para casos “graves” (intencionalidad o cuantía beneficios).
- b) Definiciones comunes de conductas ilícitas –delitos- a nivel UE.
- c) Nuevos delitos de recomendación, inducción o tentativa de operaciones y de comunicación ilícita de información privilegiada.
- d) Posible responsabilidad penal de personas jurídicas.
- e) Competencia jurisdicción penal de tribunales españoles:
 - Cuando la infracción ha sido cometida en España.
 - Cuando la infracción ha sido cometida por español si constituye una infracción en el lugar donde se ha cometido.

4- Prioridades y retos

- a) Alcanzar una elevada seguridad jurídica: claridad en definiciones clave, importancia de los reglamentos de desarrollo y guías.
- b) Delimitar claramente la autoridad competente en supuestos especiales y alcanzar una estrecha colaboración entre autoridades competentes.
- c) Lograr una uniformidad en las condiciones de aplicación, especialmente para participantes con vocación de actuación transfronteriza y plataformas de negociación.
- d) Alcanzar una mayor simplicidad, sin reducir el contenido de las normas que protegen la integridad del mercado, de las cargas administrativas que lleva aparejadas la nueva legislación.
- e) Garantizar el funcionamiento “íntegro” de los mercados de derivados materias primas.
- f) Luchar contra la manipulación en índices de referencia.