



ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE IMPLEMENTACIÓN DE LAS REFORMAS EN LA REGULACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Coordinado por: **IGNACIO SANTILLÁN**

Director General del FOGAIN

El presente trabajo ha sido desarrollado con las aportaciones de un Grupo de Consulta formado por profesionales con diferentes perfiles y con responsabilidades en diferentes ámbitos de los mercados secundarios de valores. Por tanto, refleja tanto las consideraciones y aproximaciones comunes del Grupo como aquellas específicas de la actividad desarrollada por cada uno de ellos.

Lo expresado en este trabajo no representa la opinión de las entidades para las que estos profesionales trabajan.

El Grupo de Consulta estuvo formado por Raúl Navarro Lozano, CNMV; Rafael Bunzl, Grupo CIMD; Domingo García Coto, BME; Adolfo Ximénez de Embún, Alantra; Víctor Colino Blasco, Grupo Santander; Alfredo Oñoro, Cecabank; Santiago Domingo, Solventis; Georgina Sierra, Solventis; Alfredo Jiménez, FEF.

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados secundarios de instrumentos financieros han sido objeto de atención por

los reguladores de la Unión Europea desde hace años.

En el año 1993, se aprobó la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CE) que se centraba fundamentalmente en establecer un régimen general de las empresas de servicios de inversión y los servicios que éstas prestaban. Esta Directiva fue revisada para su actualización unos años después. Por entonces se trataba de evolucionar hacia una DSI (II), es decir, una Directiva de Servicios de Inversión (II).

Dentro de aquel proceso de revisión, ya se puso de manifiesto que nuevas realidades en los mercados de instrumentos financieros precisaban atención regulatoria. En concreto, la aparición de sistemas alternativos de negociación carentes de regulación, o las novedades en el ámbito del post-trading eran elementos a tomar en consideración, desde el punto de vista regulatorio.

El resultado de todo este proceso fue la aprobación finalmente, de una Directiva de mercados en lugar de una Directiva de servicios - aun cuando los servicios de inversión y



las empresas de Servicios de Inversión (ESI) continuaron siendo objeto de regulación, y mucho más extensa, en ella – la denominada MIFID (Directiva 2004/39/UE).

MIFID, desde el punto de vista de regulación de mercados, recogió las prácticas existentes, con la finalidad de someter los nuevos sistemas de negociación a determinadas obligaciones de transparencia. A tal efecto, se regula la figura de los Mercados Regulados (MR), los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Internalizadores Sistemáticos (IS).

La ruptura del principio de concentración para la negociación de acciones, que supuso MIFID, se completó con el principio de mejor ejecución que tenía una triple vertiente. Por un lado, procurar limitar, en lo posible, que la fragmentación de la liquidez en varios centros de negociación, implicase una fragmentación de mercado, por otro, ofrecer a los inversores mecanismos de búsqueda de las mejores condiciones de ejecución, dentro de los diferentes centros de negociación, y por último, se perseguía también, una mayor eficiencia en los centros de negociación, a través de la competencia entre ellos.

Desde entonces, son muchas y muy relevantes las novedades en la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros en la Unión Europea.

Si bien sin duda, las más relevantes son las introducidas por EMIR en el ámbito del *post-trading* y MIFID II/MIFIR (cuerpo normativo compuesto por la Directiva 2014/65/UE, el Reglamento 600/2014/UE y numerosa normativa delegada y de implementación) en el ámbito de la negociación, el objeto de este Módulo de Mercados Secundarios del Observatorio es identificar cuáles de ellas están teniendo unos mayores efectos sobre el funcionamiento de los mercados secundarios, si su implantación -dentro del poco tiempo

transcurrido respecto de algunas regulaciones- está planteado efectos beneficiosos o, en algún caso, indeseados, y en general, hacer un análisis crítico de la situación actual, bajo estas nuevas regulaciones.

Dado el poco tiempo transcurrido, el alcance del presente trabajo pretende ser más cualitativo -exponiendo las consecuencias de las reformas regulatorias que el Grupo de Consulta percibe a día de hoy- que cuantitativo.

2. LÍNEAS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA

2.1. APROXIMACIÓN GENERAL

En la evolución de la regulación dentro de la UE de los mercados secundarios de instrumentos financieros, podemos apreciar que las medidas concretas provienen de diferentes procesos de evolución o respuesta regulatoria. Si bien estas clasificaciones son siempre incompletas o inexactas, en líneas generales, se pueden identificar los siguientes procesos de evolución o respuesta regulatoria:

1.- Medidas regulatorias provenientes de una natural evolución de la regulación preexistente (MIFID), como consecuencia de imperfecciones, áreas sin regular, o potenciales mejoras identificadas en ella. Entre ellas podemos destacar (i) la mejora en los niveles de transparencia en los mercados de renta variable, (ii) la creación de la nueva figura de los OTF (iii) la evolución del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), (iv) la evolución en la regulación de los Internalizadores Sistemáticos, (v) la evolución del mecanismo de notificación de operaciones a las autoridades, conocido como «reporte de transacciones»



(*Transaction Reporting*) y (vi) la extensión de la regulación a un mayor número de instrumentos.

También se pueden encuadrar en este ámbito la evolución de la normativa sobre Abuso de Mercado, contenida en el Reglamento 596/2014 (MAR), en la Directiva 2014/57/UE y en normativa de desarrollo de Segundo Nivel.

2.- Medidas que vienen a atender nuevas operativas, o cuestiones surgidas en relación con la ordenada negociación en los mercados, o vienen a atender algunos ámbitos no regulados previamente a nivel de la UE. En concreto, podemos incluir en esta línea regulatoria:

- (i) la regulación de la negociación algorítmica y la negociación de alta frecuencia (*High Frequency Trading* o HFT), sometiendo tanto a los intermediarios que las utilicen o permitan utilizarla a sus clientes, como a los centros de negociación, a medidas organizativas y de control específicas.
- (ii) la regulación del acceso directo al mercado (DEA), sometiendo asimismo a los intermediarios que ofrezcan el acceso directo al mercado a sus clientes a responsabilidad y control.
- (iii) la regulación de las ventas en corto y posiciones cortas, donde el Reglamento 236/2012/UE y normativa delegada, establecen medidas de cobertura de las primeras, y de transparencia y limitación en algunos casos de las segundas, cuando se trata de acciones. Asimismo, también somete a transparencia y limitaciones operativas a los derivados de crédito sobre Deuda Pública.
- (iv) la regulación de los índices de referencia o *benchmarks*, mediante el Reglamento 2016/1011.

(v) el otorgamiento de mayores niveles de transparencia, entre otras, a las operaciones repo y préstamo, denominadas *Securities Financing Transaction*, mediante el Reglamento 2015/2365.

3.- Medidas de protección de los inversores, que tienen efectos indirectos sustanciales en los mercados secundarios. En concreto, entre las medidas destinadas a incrementar la protección de los inversores que tienen efectos palpables en la estructura y operativa de los mercados secundarios, podemos identificar (i) la consideración en MIFID II de los informes de análisis como incentivo y la obligación para los intermediarios de cobrarlos, en su caso, de forma separada de la comisión de intermediación y (ii) ya mencionado anteriormente, la evolución del principio de mejor ejecución (*Best Execution*), dentro del mismo cuerpo normativo de MIFID II/MIFIR. Esta evolución se centra, en concreto, en exigir a las entidades medidas «suficientes» en lugar de «razonables» para alcanzar la mejor ejecución, lo que supone un plus de diligencia y actuación por parte de las entidades al respecto, y su aplicación consistente y sistemática.

4.- Específicas medidas en el ámbito del post-trading. En este ámbito, tradicionalmente no regulado a nivel de la UE, también la reacción regulatoria a la crisis ha traído algunas medidas regulatorias relevantes. Así, la regulación de las Cámaras de Contrapartida Central (en el Reglamento 648/2012, denominado European Market Infrastructure Regulation o EMIR), de los Depositarios Centrales de Valores (en el Reglamento 909/2014) y, aun cuando no se trata de una medida regulatoria en sí, pero tiene muy señaladas implicaciones, la puesta en funcionamiento de Target2Securities por el Banco Central Europeo, como sistema único de liquidación a nivel de la UE.



En post trading, queda por desarrollar a nivel de la UE, la actividad de registro de valores. En este específico ámbito, a sucesivos trabajos de la Comisión Europea y de grupos *ad hoc* entre los años 2006 y 2011, le ha seguido una Comunicación de Comisión Europea de 12 de marzo de 2018, sobre la ley aplicable a los efectos sobre la propiedad en las transferencias de valores negociables.

5.- Medidas de reacción a las crisis vividas, desde el ejercicio 2008. Se trata de un cuerpo normativo muy relevante y llamado a tener una mayor influencia en los mercados secundarios. Una reacción inmediata lo supusieron las regulaciones - ya mencionadas - de las ventas en corto de derivados de crédito sobre Deuda Pública y de la obligación de compensación de derivados OTC en CCP. Sin embargo, la pieza normativa más relevante, también en este ámbito, es la denominada en su conjunto MIFID II/MIFIR.

Esta regulación modifica tanto la estructura, como la operativa, el nivel de transparencia e, indirectamente, los operadores de los mercados secundarios.

Supone una muy importante modificación de las estructuras de negociación y el régimen de transparencia en la renta fija, del régimen de negociación y transparencia en renta variable, y de la transparencia y gestión del riesgo operacional y de crédito respecto de los mercados de derivados.

Se regulan, asimismo, los instrumentos de promoción y facilitación de la transparencia a nivel de la UE. Así, se crea la figura de los Agentes de Publicación Autorizados (APA) y los Proveedores de Información Consolidada (PIC) y se regula la ya existente con MIFID, de los Sistemas de Información Autorizados (SIA).

Procede mencionar siquiera enunciativamente, cuáles son esas medidas, cuyo análisis crítico se desarrolla por el Grupo de Consulta a continuación.

2.2. REFORMAS MÁS RELEVANTES

Como se ha señalado, las reformas afectan a todos los mercados secundarios, tanto de renta variable, como de renta fija y de derivados.

2.2.1. REFORMAS TRANSVERSALES.

Algunas de las reformas pueden calificarse de transversales al no ser específicas de uno u otro tipo de instrumentos financieros, aun cuando afectan a todos, y forman parte esencial de la nueva regulación. Se trataría de:

- El nuevo perfil de los Internalizadores Sistemáticos (IS), figura ya regulada en MIFID, pero que evoluciona sensiblemente. Con la nueva regulación, son IS aquellas empresas de servicios de inversión que de forma «organizada, frecuente, sistemática y sustancial» negocian por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes sin acudir al mercado.

Este concepto se aplica, en principio, a nivel de ISIN y la condición de IS se adquiere, bien por negociar un porcentaje determinado sobre el total negociado a nivel de la UE de un instrumento financiero concreto (adquisición de la condición de IS obligatoria), o bien voluntariamente.

Estos IS se someten a muy detalladas medidas de transparencia tanto pre como post-negociación dependiendo de los diferentes tipos de instrumentos financieros y de su nivel de liquidez, que también calcula ESMA.

Por otro lado, ESMA mantiene un fichero de instrumentos financieros y su negociación a nivel de la UE (denominado *Financial Instruments Reference Database*



o FIRDS) que debe servir de referencia para la realización de los cálculos que permitan a las empresas de servicios de inversión conocer cuándo superan los correspondientes porcentajes de negociación contra la cuenta propia, que los convierten en IS.

- La nueva figura de los Sistemas Organizados de Negociación o SOC (*Organised Trading Facilities* u OTF). Esta figura trata de captar determinadas operativas de cruce de operaciones donde el gestor del sistema mantiene un nivel de discrecionalidad en la ejecución de las mismas, lo que lo hacía caer fuera del concepto de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) de MIFID. Constituyen una nueva figura de sistema organizado de negociación (*trading venue*), para Renta Fija o para Derivados, pero no para acciones ni valores asimilados.
- Las figuras de Proveedores de Datos, incluyendo los Agentes de Publicación Autorizados (APA), que reúnen y publican los datos que las empresas de servicios de inversión les remiten sobre operaciones realizadas; los Proveedores de Información Consolidada (PIC) figura que se dedicará a consolidar los datos a nivel de la UE en términos comerciales; y los Sistemas de Información Autorizados (SIA) que servirán a las empresas de servicios de inversión en su comunicación de operaciones al supervisor, el denominado *Transaction Reporting*.
- El papel que juega ESMA en la recepción y tratamiento de datos e información es muy relevante para permitir el funcionamiento efectivo de la nueva regulación. Así, junto al ya mencionado FIRDS, ESMA también debe realizar los cálculos que permitirán a las entidades aplicar adecuadamente el régimen de *waivers* o

exenciones de transparencia, basados ya sea en la condición de líquido o ilíquido de un instrumento financiero a nivel de la UE, o en el tamaño de la orden sobre el tamaño medio del mercado (*Large in Scale* o LIS) o sobre el propio instrumento financiero concreto (*Size Specific To the Instrument* o SSTI).

Asimismo, corresponde a ESMA realizar los cálculos precisos a efectos de la determinación del tamaño mínimo de variación de precios (*tick size*) para valores de renta variable, (aspecto que veremos más adelante).

Estas funcionalidades, las desarrolla ESMA mediante el sistema denominado *Financial Instruments Transparency Systems* (FITRS).

Estos sistemas se alimentan con los datos proporcionados por los centros de negociación y las APA.

2.2.2. REFORMAS ESPECÍFICAS POR TIPO DE INSTRUMENTO FINANCIERO

Mercados de Renta Variable

Los aspectos más sobresalientes de la nueva regulación en MIFID II/MIFIR de los mercados de renta variable, son:

- La obligación de ejecutar las operaciones sobre acciones y valores asimilados (a estos efectos, MIFID II da un tratamiento similar a las acciones, a los certificados de depósito (ADR), los fondos cotizados (ETF) y otros instrumentos financieros similares) en un centro de negociación (Mercado Regulado o Sistema Multilateral de Negociación) o en Internalizadores Sistemáticos, excepto cuando se trate de operaciones no sistemáticas, ad



hoc, ocasionales, o en aquellas operaciones entre contrapartes elegibles que no contribuyen al proceso de formación de precios.

- La regulación específica para el cálculo y aplicación de la variación mínima de cotización (Tick Size) en los MR y SMN. Esta regulación no se aplica en el caso de los IS, lo cual ha llevado a ESMA a promover una modificación normativa orientada a conseguir que sí les aplique.
- Se establece un régimen de excepción a la obligación de pre-transparencia, o en su caso, de diferimiento de información en post-trading vinculado al tamaño de las operaciones, como se ha señalado más arriba, para operaciones que por su naturaleza lo justifiquen. Sin embargo, para evitar que haya un volumen significativo de operativa que no contribuya al proceso de formación de precios y que estas excepciones sean un mecanismo que acabe restando transparencia al mercado, se establece un criterio de doble volumen (Double Volume Cap) limitativo para cuando el volumen de las operaciones que se acogen a esta excepción superan en un mercado el 4% del total negociado en un valor en los últimos 12 meses, o bien supera el 8% del total negociado a nivel de la UE en un valor en esos últimos 12 meses.
- A estas medidas específicas, debe sumarse la ya mencionada evolución del principio de mejor ejecución, más riguroso en su definición e interpretación y sus exigencias, y que tiene una fuerte implicación en los mercados de renta variable.
- Por último, el nuevo régimen que MIFID II establece para los informes de análisis (research), al calificarlos como incentivos y obligar a su desglose en la facturación de los brokers a sus clientes, desli-

gando el pago de comisiones por análisis del de comisiones por ejecución.

Mercados de Renta Fija

En los mercados de Renta Fija la negociación ha sido tradicionalmente bilateral y el régimen consecuente de transparencia ha sido diferente del de los mercados de renta variable.

Las medidas de MIFID II/MIFIR vienen a tratar de incrementar el nivel de transparencia, tanto pre como post contractual para estos mercados.

A tal finalidad se orienta el movimiento de la negociación hacia Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), Internalizadores Sistemáticos (IS) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC). A ello pretenden ayudar también, las nuevas facilidades de las plataformas electrónicas y la simplificación del régimen de reporte de operaciones para las operaciones hechas en mercados o internalizadores.

En el caso de los Internalizadores Sistemáticos, cuando una empresa de servicios de inversión negocie contra su cuenta propia más de un porcentaje dado de un valor, se convierte en IS para ese valor- o para toda la clase de valores del mismo emisor- y a partir de ese momento, está sometida a obligaciones específicas de transparencia tanto pre como post contratación, dependiendo de la liquidez del valor y del tamaño de la operación.

Por tanto, si bien el principio de ejecución de las operaciones en centros de negociación en sistemas organizados de negociación o en un IS no es tan estricto como el ámbito de la renta variable, en la práctica, la reforma supone llevar la negociación de la Renta Fija a entornos de negociación organizada y con altos niveles de transparencia.



En conjunto, estas medidas suponen, sin duda, una alteración muy significativa del panorama de la negociación en los mercados secundarios de Renta Fija.

Mercados de Derivados

La reacción regulatoria en el ámbito de los Derivados, y específicamente, de los Derivados OTC, se produce a nivel de la UE de forma rápida, tras la crisis de 2008, aun cuando el último eslabón se contiene en MIFID II/MIFIR.

Los reguladores ponen el punto de mira en los Derivados OTC. Así, el reglamento EMIR establece ya en 2012 la obligación para algunos derivados OTC de ser compensados en cámaras de contrapartida central (CCP) como instrumento de gestión del riesgo operacional y de crédito.

Para aquellos derivados que no sean compensados se establecen medidas específicas de gestión de ambos riesgos.

En desarrollo de esta previsión normativa, el Reglamento Delegado 2017/582 establece los requisitos específicos al respecto, delegando en ESMA la identificación de cuáles deben efectivamente compensarse en una CCP. En ejecución de esta previsión, ESMA ya decidió que determinados *Interest Rate Swaps* y *Credit Default Swaps* sobre índices fuesen obligadamente compensados en tanto no se ha tomado decisión alguna respecto de derivados sobre moneda o sobre *equity*.

Por otro lado, el propio Reglamento EMIR estableció que todos los derivados deben ser comunicados a una nueva figura que dicho Reglamento crea, los Repositorios de Operaciones (*Trade Repositories*), de forma que los supervisores puedan tener acceso a las posiciones abiertas por las entidades y conocer mejor, de esta manera, sus posiciones de riesgo.

La novedad que aporta MIFID II/MIFIR es

incorporar los productos derivados a la regulación de mercados.

Uno de los objetivos de la nueva regulación es la transparencia para la consecución de la protección del inversor. Esta transparencia ya se venía cumpliendo términos generales, en los Mercados Organizados de derivados, aunque ha habido que ampliarla a nuevos requisitos. Lo reseñable ha sido la extensión de los requisitos de transparencia a los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN o MTF por sus siglas en inglés) y a los nuevos Sistemas Organizados de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés)

El regulador ha dado gran relevancia a la figura de Creador de Mercado, buscando compromisos como proveedores de liquidez.

Dentro de las novedades, destaca el establecimiento de la obligación de que se negocien en centros de negociación los derivados OTC que sean más estandarizados y que cumplan determinadas condiciones de liquidez y negociación.

En desarrollo de esta previsión, el Reglamento 2016/2020 establece los criterios concretos, que ESMA debe aplicar. ESMA, así, ha decidido que determinados *Interest Rate Swaps*, así como los *IndexCDS* y los *iTraxx Europe Main* y *iTraxx Europe Crossover* sean obligadamente negociados en centros de negociación.

En cuanto a los derivados sobre materias primas, dado en algunos casos la importancia del subyacente -recursos vitales para el funcionamiento de las economías, como electricidad, gas natural- la nueva regulación establece unos límites a las posiciones tanto en mercados regulados como en OTC.

En el conjunto de la regulación europea no solo estas normas afectan a los derivados, también otras regulaciones tales como PRIIPS o el nuevo régimen de solvencia de las Empresas de Servicios de Inversión. Esta última, puede afectar a su capacidad operativa en estos mer-



cados, y, consecuentemente, a la liquidez de los mismos, dado que hay ESI que son muy activas en la provisión de liquidez. Es esta una cuestión a la que debe prestarse atención en el futuro.

3. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NUEVA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS EN LA UNIÓN EUROPEA

A la vista de todo lo anterior, una primera idea clara es que el panorama de la regulación de los mercados secundarios de instrumentos financieros se ha transformado de forma muy significativa.

Muchas son las piezas de regulación que han ido perfilando el panorama actual. La más significativa de las cuales – aunque no la única- es MIFID II/MIFIR, complejo cuerpo normativo formado por una Directiva y un Reglamento de primer nivel, numerosos Reglamentos y una Directiva de segundo nivel, y documentos de preguntas y respuestas de ESMA.

Como ya hemos señalado, la finalidad de esta normativa es la de modificar determinadas estructuras de negociación, tanto en renta fija, como renta variable y derivados, de forma que se produzca un incremento de la transparencia del mercado y en la negociación ordenada de los mismos, al tiempo que se incrementa el nivel de información de los supervisores, en su labor de supervisión de la operativa en los mercados.

La implementación de estas medidas ha requerido, y aún requiere, un importantísimo esfuerzo por parte de las entidades intermedias, los centros de negociación y los supervisores y señaladamente, dentro de éstos, en el marco de ESMA donde se coordinan las posiciones y actuaciones, y se producen los crite-

rios de aplicación de Nivel 3, vía documentos de Preguntas y Respuestas.

Las consecuencias de su aplicación - si bien aún es pronto para su medición y evaluación completa - sí permiten un análisis preliminar. Veamos.

3.1. VALORACIÓN GENERAL INICIAL.

- La valoración de las finalidades declaradas de la reforma de MIFID II/MIFIR, de incremento de la transparencia y de la ordenación de los mercados, llevando la negociación a centros de negociación, con mayores niveles de transparencia, es claramente positiva. Es difícil no compartir estos objetivos.

Junto a ello, la finalidad de una mejor gestión del riesgo en el ámbito del post trading, particularmente respecto de los derivados OTC y una armonización europea en este ámbito, también se consideran positivas.

Todo ello sin perjuicio de que, como se expone en las consideraciones siguientes, las consecuencias que ha traído la implantación de estas normativas no están siendo solo la consecución de tales objetivos.

- Se trata de una reforma compleja de implementar y que tiene amplísimas implicaciones en el mercado y sus operadores. Ha requerido de un esfuerzo y costes significativos para todos los involucrados: mercados, infraestructuras, entidades, gestores, inversores, y reguladores y supervisores.

- Dicha complejidad se refleja, también, en la ingente labor de armonización- de convergencia supervisora- que ESMA y las autoridades nacionales están acometiendo desde hace tiempo, que tiene por finalidad, junto a clarificar cuestiones relevantes, la de impedir que haya situaciones de aplicación diferente de las normas, que creen escenarios de competencia incorrecta por cuestiones regulatorias.



Esta labor ha dado como resultado (i) los documentos de Preguntas y Respuestas de ESMA, (ii) la identificación de criterios diferentes por diferentes autoridades nacionales (como en los esquemas de diferimiento) y (iii) la identificación de alguna modificación necesaria en normas de Nivel 2 (como es el caso de someter a los IS al régimen de *tick size*, o la revisión del régimen de transparencia para las acciones de emisores de fuera de la UE).

3.2. VALORACIÓN CRÍTICA DE LOS EFECTOS EVIDENCIADOS HASTA EL MOMENTO

Se atisban y perciben consecuencias de la nueva regulación, algunas ya manifestadas y otras previsiblemente esperables.

A continuación, se exponen algunas de estas consecuencias así como alguna valoración crítica.

3.2.1. IMPLEMENTACIÓN INICIAL

- Con carácter general, no se ha observado un shock en la liquidez desde la implementación de MIFID II/MIFIR en enero de 2018. Es complicado el análisis de la liquidez porque, por ejemplo, en materia de bonos inciden cuestiones más relevantes que la propia MiFID II como es la crisis de deuda italiana o las expectativas de subidas de tipos del BCE.

Las valoraciones que, al efecto ha realizado ESMA son representativas en este sentido, al mencionar que no se han observado interrupciones en los mercados.

También señala ESMA que se observa una mayor negociación de renta fija en centros de negociación, si bien en una parte importante por la comunicación a estos de operaciones previamente convenidas.

Por lo que toca a la liquidez en Renta Variable, señala ESMA que se mantiene similar, si bien se observa un incremento de las subastas periódicas y de la actividad de los Internalizadores Sistemáticos.

Por lo que toca a los derivados, no se han observado alteraciones en la forma de negociar los IRS, principal instrumento sujeto a obligación de negociación.

- Se observa un incremento muy sustancial de la figura del IS, tanto en número como en volumen de negociación de renta variable en ellos.

- La calidad de los datos, tratados en ingentes cantidades a nivel de ESMA – FIRDS y FITRS, en los que se plantean incidencias por resolver- y proveídos por centros de negociación y APAs, no es aún la adecuada, si bien se observan progresivamente efectos positivos como consecuencia de las medidas que ESMA está poniendo en marcha al respecto.

Estos datos son imprescindibles para conseguir una auténtica transparencia, pero también para identificar los valores líquidos e ilíquidos, tan relevante para determinar el grado de transparencia *pre-trade* y para el diferimiento en la *post-trade*, o para poder realizar los cálculos necesarios para la aplicación del criterio de doble volumen en renta variable.

Es, en suma, un tema muy relevante en el que se debe avanzar de la forma más eficiente posible, ya que algunos de los elementos más relevantes de la reforma precisan específicamente del soporte de datos fiables, de calidad y a tiempo.

3.2.2. RENTA VARIABLE

- El mercado de Renta Variable, se está viendo muy seriamente afectado por dos aspectos regulatorios que no vienen a regular directa-



mente la negociación en los mercados secundarios:

- La aplicación que se está haciendo del principio de mejor ejecución («*Best Execution*»).
- El tratamiento del análisis o «*research*» como incentivo, con la obligación para los *brokers* de facturar separadamente la intermediación del análisis, el denominado «*Unbundling*».

Veamos brevemente estas implicaciones:

- En cuanto a la mejor ejecución (*Best Execution*)- aún con el poco tiempo transcurrido y sin contar aún con los preceptivos informes que sobre esta materia deben realizar los intermediarios y centros de negociación- si se observa que se están poniendo de manifiesto prácticas que drenan liquidez de las modalidades de negociación continua y con transparencia de posiciones en tiempo real, y que además eluden, en ciertos casos, a los intermediarios, que deberían actuar como entidades «*market neutral*», considerando como tales a los *brokers* que no buscan una ventaja directa para ellos y deben garantizar el cumplimiento de la regulación sobre operaciones en mercado.

Así, la interpretación práctica más extendida entre los inversores profesionales que ya han aplicado la *Best Execution* se ha centrado la eliminación o, cuando no se pueda, la reducción, del riesgo de variación de precio durante la ejecución de la orden. Dicho de otra forma, si existe la manera de ejecutar las compraventas de acciones de una sola vez, a un cambio conveniente y conocido *ex-ante*, se podría asegurar a priori todas las condiciones MiFID para «*Best Execution*».

Esta interpretación, junto al cambio de estructura del mercado, nos dan dos situaciones diferenciadas para la obtención de «*Best Execution*» dependiendo de la liquidez del instrumento objeto de la operación:

- en el caso de acciones muy líquidas, bien cruzando en bloque las posiciones a un precio convenido o bien mediante los mecanismos modernos de ejecución (algunos tácticos – estratégicos – SOR) que asegurarán el equilibrio entre obtención de un «buen» precio y el tiempo de ejecución, difiriendo generalmente el resultado solo mínimamente del «*benchmark*» (o referencia para comparar) que se hubiese prefijado (i.e.: VWAP, coste implícito teórico, etc.);

Esto implica también que, una vez que el límite del *Double Volumen Cap* se aplica en los sistemas acogidos a la excepción de transparencia (*Dark*), la aplicación del propio principio de mejor ejecución (*Best Execution*) lleve a buscar precio en Internalizadores Sistemáticos – que no están sometidos al límite de *tick-size* - o a operativa tales como las subastas periódicas. Todo ello en el proceso de búsqueda del mejor precio.

- en caso del resto de los valores, los que no son tan líquidos, solo se puede asegurar a priori recurrencia y consistencia en la obtención de «*Best Execution*» si se cruzan las posiciones con otras de naturaleza contraria a un precio convenido y conocido de antemano.

Todo lo anterior está resultando en que grandes instituciones de gestión, especialmente las localizadas en el Reino Unido, (i)



en situaciones de ejecución sobre valores muy líquidos, contraten y usen los mecanismos modernos de ejecución (algunos tácticos– estratégicos – SOR) de grandes intermediarios con enormes capacidades tecnológicas, accediendo de hecho al mercado por sí mismos o con servicios puramente tecnológicos por parte de los intermediarios (*low-touch*) y (ii) en el resto de situaciones, que tan solo acuden a los intermediarios especializados como meros potenciales proveedores de liquidez para cruzar bloques, pero que no consideren la ejecución «*high-touch*» como un método que aporte consistente y recurrentemente la mejor ejecución (*Best Execution*).

Esta situación está excluyendo a los intermediarios medianos y pequeños de la ejecución y sacando de los libros de los mercados con visibilidad órdenes que acaban siendo ejecutadas en modalidades «*off-book*», «*dark pool*» o, en general, no convencionales en cuanto a una concepción de negociación continua y con transparencia de posiciones en tiempo real.

- El «*Unbundling*» ya ha sido adoptado casi unánimemente por todas las instituciones de gestión británicas y muy mayoritariamente por las de Europa continental. En España, por el momento, parece que el número de instituciones que lo han aplicado es todavía menor al que no lo ha aplicado.

La mayoría de las instituciones de gestión internacionales que han desvinculado los pagos de análisis de las comisiones de ejecución han internalizado el coste. Es decir, han afrontado el gasto de análisis contra su propia cuenta de resultados, y no contra los fondos de los vehículos o personas gestionadas por ellas.

Esto ha implicado una reducción muy importante del importe destinado a pagar análisis para poder asimilar el coste en la economía de las instituciones de gestión. Esta reducción

de costes del análisis se traslada también a aquellas entidades que siguen pagando los servicios de análisis con dinero de los vehículos y personas gestionadas.

Esta nueva nivelación de precios no ha respondido a los factores usuales relativos a mercado, costes, etc., sino a la necesidad de los gestores de salvaguardar su viabilidad económica, en este caso a costa de la de sus proveedores de análisis.

El efecto que está produciendo el fenómeno «*unbundling*» en los ingresos de los productores de análisis está forzando a éstos a equilibrar sus cuentas de resultados mediante la reducción de costes, que en el caso de los departamentos de análisis, básicamente consistirán en la reducción de personal que, a su vez, significará reducciones en el universo de compañías analizadas.

Aunque las consecuencias de esta reducción de cobertura de compañías aún no es del todo evidente, sí lo es que traerá algunas consecuencias directas para las propias compañías como:

- algunas compañías pequeñas y medianas – a las que en otro caso no les ocurriese– pueden ver severamente reducido su acceso a la financiación bursátil;
- la reducción material de liquidez en la cotización de otras, debido a que la falta de análisis independiente las puede dejar fuera del radar de muchos inversores profesionales;
- la concentración en pocas personas de la información y conocimiento de las compañías pequeñas, que, por un lado abre oportunidades de negocio específicas, pero también puede dar lugar a desajustes en el valor/ precio que los mercados solo equilibran cuando son suficientemente líquidos y tienen información.
- el mayor desarrollo de los «*research*» paga-



dos por el propio emisor, con lo que ello implica de potencial conflicto de interés.

Los gestores *-buy side-* aprecian estos efectos que, si bien aún no se han mostrado en su totalidad por el poco tiempo transcurrido, sí plantean incertidumbres y apuntan a una falta de oferta de análisis independiente de compañías pequeñas y medianas.

Por otra parte, en lo que toca a los servicios de «*corporate access*»- que pueden incluir, por ejemplo seminarios, encuentros *one to one* o *Company teaching*- éstos también han visto, por la misma razón, disminuida su remuneración, lo que puede implicar que solo compañías de gran tamaño puedan establecer unilateralmente una tarifa -que no cubre los gastos implícitos- por estos servicios de facilitación en la relación y encuentros entre los inversores profesionales y las compañías cotizadas.

Por ello, dicha facilitación y acercamiento está cayendo en el desinterés de los intermediarios productores de análisis, resultando en una situación donde las propias instituciones de gestión, al igual que otros inversores profesionales, podrían acabar concertando sus encuentros con las compañías, sin la intervención de una empresa de servicios de inversión en la gestión de dichos encuentros, y su seguimiento.

Todo lo anterior permite intuir que los emisores pequeños y medianos pueden sufrir desinterés en la inversión en sus acciones, mayores probabilidades de manipulación y menor liquidez.

Es de resaltar que estos efectos se producen justo en plena implementación de la Unión del Mercado de Capitales a nivel de la UE, donde precisamente una de las finalidades más relevantes, es la de procurar una mayor financiación de las pequeñas y medianas empresas por medio del mercado de capitales. Se trataría, por tanto, de efectos difícilmente compatibles con dicho objetivo.

- Otros efectos a revisar a partir de la experiencia de los primeros meses de funcionamiento (y que afectan a la negociación de los valores españoles) son los siguientes:

- El incremento de los volúmenes de negociación en los Internalizadores Sistemáticos -cuya explicación puede requerir el transcurso de más tiempo y un análisis específico- que podría tener su razón de ser en el afloramiento de operativa OTC, así como en el mecanismo descrito en el ámbito de la aplicación del principio de *Best Execution*. Asimismo, debe revisarse si la actual forma de declaración de operaciones en IS no supone duplicidades.
- El hecho de que los sistemas de negociación alternativos siguen utilizando la referencia de precio del Mercado Regulado principal y no son capaces de tomar el relevo cuando falta esta referencia.
- La dificultad de contraste de los datos utilizados de negociación en los denominados «*Dark Pools*» para la aplicación de la regla de *Double Volume Cap* (DVC), y también la baja calidad que se percibe a día de hoy, así como la dificultad de contraste, de algunos datos de negociación procedentes de los Internalizadores Sistemáticos (SI).

- Por último, se observan efectos en la viabilidad de determinados modelos de negocio y la concentración de operadores. Como ya se ha apuntado, en el ámbito de los intermediarios la multiplicidad de centros de negociación supone un significativo aumento de costes operativos para los *brokers* de tamaño medio y pequeño frente a los grandes *brokers* que disponen de medios para poder dirigir sus órdenes a todos ellos y a quienes operan con determinadas operativas, como el HFT, que les permite obtener beneficio de las ineficiencias del mercado descentralizado.



Todo ello, conjuntamente con los demás aspectos expuestos, puede implicar la desaparición, por insostenible, de modelos de negocio de intermediación de *brokers*, limitando el universo de proveedores de estos servicios.

3.2.3. RENTA FIJA

- La reforma en el mercado de Renta Fija busca mayor transparencia. Para ello, la regulación incide en las estructuras, operativas y mecanismos de formación de precios del mercado y de sus operadores.

Se han querido trasladar en parte, los mecanismos de transparencia y negociación de la Renta Variable a la Renta Fija. Tratándose de mercados con estructuras y operativas muy diferentes de partida, ello, indefectiblemente, tiene muy relevantes implicaciones.

- En concreto, y a pesar del poco tiempo transcurrido, se pueden observar o intuir ya algunos efectos, que se enumeran a continuación.

(i) La reforma es neutra en cuanto a los métodos de negociación. Sin embargo, se está observando una mayor tendencia a negociación de Renta Fija por medios electrónicos que permiten el acceso a diferentes fuentes de liquidez.

Así, la reorientación de determinada negociación OTC a centros de negociación o a Internalizadores Sistemáticos, no ha implicado necesariamente la concentración de la negociación en centros concretos, sino que se está dirigiendo a una multiplicidad de ellos, manifestándose, como ya se ha señalado, un incremento en la negociación por medios electrónicos.

(ii) Se han creado 30 OTF a nivel europeo y en España dos de ellos (CAPI OTF y CIMD OTF), lo que significa la entrada de esta nueva figura de centro de negociación en los mercados de renta fija.

(iii) Por lo que toca a la mayor transparencia de costes, el nivel de transparencia que implica transmitir al cliente todos los márgenes y comisiones, puede implicar una reducción de ingresos que implique menores márgenes, y a corto plazo, una menor oferta de prestadores del servicio, ya que nadie dedica recursos a actividades que no sean rentables.

Asimismo, este panorama con menos operadores, puede implicar un incremento de los spreads y una menor liquidez.

Por otro lado, se observa que otorgar la misma información a usuarios muy dispares (profesionales vs minoristas) con objetivos diferentes y con accesibilidad muy dispar, puede llevar a confusión a los clientes, especialmente a los minoristas. Así, a modo de ejemplo, si una operación implica costes similares independientemente de su tamaño, esto implicará un coste proporcional- y en su caso, en precio- diferente para una orden de gran tamaño que para una de menor tamaño.

(iv) Por lo que respecta a los valores ilíquidos, se perciben dos tipos de implicaciones:

- Por un lado, los criterios de clasificación de activos en líquidos e ilíquidos, junto con la aún no completa calidad de los datos disponibles, han implicado que haya valores calificados como ilíquidos, sobre los que hay dudas sobre si deberían tener la calificación de líquidos. Este es un tema que tendrá que resolverse con el tiempo.
- Por otro lado, la necesidad de aplicar la mejor ejecución (*Best Execution*), en un escenario de poca información *pre-trade*, puede estar, en la práctica, desincentivando su contratación y empeorando su nivel de liquidez, por cuanto es difícil estar en condiciones de acreditar su cumplimiento.



(v) Asimismo, se percibe una tendencia a la concentración de operadores ante la reducción de rentabilidad que supone, como se ha explicado, la transparencia de costes explícitos e implícitos. Por otro lado, los incrementos en la dedicación a temas de cumplimiento tan complejos y que requieren seguimiento en tiempo real, por parte de los empleados de las entidades, resulta otro elemento de coste y reducción de márgenes.

Se observa, asimismo, una falta de valoración del especialista y del valor añadido que puede aportar en la toma de decisiones a los clientes -cuidado de la orden en mercados ilíquidos, garantía de buena ejecución, buena liquidación- centrándose el nuevo modelo de forma casi única en el precio -a través de sistemas electrónicos de negociación en muchos casos- como referencia.

Todo esto puede llevar a la consiguiente consolidación en entidades grandes.

(vi) Como se ha señalado más arriba, la calidad de los datos aún no es la necesaria. Entre otras cosas, los centros de negociación y las APA que deben contribuir con datos a ESMA, parece que no lo están haciendo en su totalidad o con toda la calidad requerida. Y aún no existe -y pudiera ser útil- una consolidación de datos a través de un CTP a nivel europeo.

Por otro lado, existe la percepción, respecto de valores líquidos, de que la mayor transparencia no está siendo realmente utilizada por los operadores del mercado en su toma de decisiones de inversión o desinversión. A ello puede contribuir el momento de implementación, como se ha señalado más arriba, donde aún debe incrementarse la calidad de datos proporcionados a ESMA, pero también que los operadores del mercado no perciben, respecto de los bonos líquidos, que el nivel de transparencia *pre-trade* esté siendo muy diferente al existente previamente, alimentado ya por diferentes *brokers*, aplicaciones y sistemas electrónicos.

3.2.4. DERIVADOS

El coste de adaptación a MiFID II en el ámbito de los Derivados, ha sido alto, para todas las infraestructuras, mercados, entidades y autoridades.

En muchos casos, en función del tamaño de la entidad, algunas no están en condiciones de acometer los cambios necesarios para la adaptación a MiFID II (recursos económicos, personal, tecnológico) en todas sus áreas de negocio, por lo que han dejado de operar en determinados instrumentos financieros.

Esto está generando una mayor concentración de oferta de servicios en menos entidades y que las de pequeño y mediano tamaño reduzcan su oferta de servicios.

La existencia de menos intermediarios, o entidades no redundan en beneficio de los clientes finales profesionales y particulares ya que hay menos competencia, más concentrada y de compañías de un determinado tamaño.

Adicionalmente, en relación con el mercado de derivados, las consecuencias que el Grupo observa están centradas en cuestiones que tocan más al ámbito del post trading, si bien se plantean específicamente en el ámbito de los derivados. Se trata de (i) las dificultades que está teniendo la implementación del nuevo régimen de compensación obligatoria y de cobertura con garantías; (ii) la declaración de operaciones a los Repositorios de Operaciones; y (iii) el nivel de concentración de riesgos alrededor de las CCP, que el nuevo panorama está implicando en la práctica.

- La obligación de compensación para derivados OTC ha facilitado el automatismo en la negociación, agilizado los procesos del back-office, reducido los costes y riesgos operativos por la definición de todos los procedimientos, minimizando el volumen de capital



necesario para la negociación a través del neteo de posiciones y disminuyendo el número de incidencias en el casamiento de operaciones. Asimismo, ha disminuido las disputas sobre valoración de colateral. Por tanto, en conjunto se considera una medida útil.

Todo ello no impide que se aprecien algunas consecuencias, como el coste añadido, la concentración de riesgos en grandes CCP y grandes entidades compensadoras, el difícil acceso de entidades medianas o pequeñas a las que se presta menos atención o el incremento de coste financiero que significan las garantías.

En concreto, las empresas de servicios de inversión y bancos pequeños y medianos no están teniendo un acceso fácil a las Cámaras de Contrapartida Central (CCP) por temas de costes. El acceso indirecto está aún pendiente de alguna medida regulatoria específica, por lo que tampoco el acceso a través de un miembro compensador es sencillo.

Todo ello puede implicar una rebaja en el nivel de contratación de estos productos por tales entidades, con lo que ello implica de rebaja en el nivel de reasignación eficiente de riesgos que estos derivados permiten.

- En relación con el funcionamiento de los nuevos Repositorios de Operaciones (*Trade Repository*), uno de los aspectos clave y que siguen requiriendo grandes esfuerzos de diseño y operativos es el de reconciliación de la operativa entre los distintos *Trade Repository* europeos. Dado que cada parte puede reportar al *Trade Repository* de su elección su pata de cada operación, es preciso conciliar ambas patas entre los dos repositorios escogidos. Esta parte se ha configurado como quizá la más compleja y problemática de este nuevo negocio, por cuanto los formatos de reporte que cada *Trade Repository* definió unilateralmente no estaban armonizados entre los mismos, por lo que conciliar su operativa es mucho más complejo

de lo que inicialmente se esperaba y en ello el papel de ESMA debería ser relevante.

Por otro lado, se ha observado que no es un proceso fácil que puedan atender todas las entidades, por su complejidad. Esto está implicando que se den con mucha frecuencia acuerdos de delegación en entidades que sí tienen las capacidades necesarias lo que supone un esfuerzo añadido, además de un incremento de costes. En este sentido, la iniciativa EMIR REFIT parece que quieren avanzar en eliminar las actuales duplicidades en estas comunicaciones que tienen estos significativos efectos.

- En este ámbito, se observa concentración, ya que actualmente puede hablarse de algo parecido a un monopolio virtual en la compensación de derivados OTC.

También la actividad de compensación está concentrada en pocos miembros compensadores.

Y esta situación merece una reflexión, por cuanto el objetivo último del G20 en relación con los derivados OTC y al exigir su compensación en todo caso que fuese posible, era atajar el riesgo sistémico. Sin embargo, estas grandes CCP y esta concentración de miembros compensadores constituyen, en realidad, elementos de concentración de riesgo, y ello está siendo objeto de atención por los supervisores.

3.2.5. POST TRADING

En materia de *post-trading* la pieza de referencia es el Reglamento EMIR, que incorporó la compensación obligatoria de los derivados OTC en CCP, estableció medidas de gestión de riesgos en aquellos que no se compensasen, reguló las CCP y reguló los Repositorios de Operaciones o *Trade Repositories*. Adicional-



mente, se aprobó una regulación a nivel europeo de los Depositarios Centrales de Valores mediante el CSDR (*Central Securities Depositories Regulation*). Por último, y muy relevante, ha sido la puesta en funcionamiento del sistema T2S por el BCE, al que se ha adherido Iberclear, en 2017.

Ya se han señalado en el apartado anterior algunas consecuencias de la regulación en el ámbito de los Derivados OTC con implicaciones en las infraestructuras de post negociación. Veamos algunas otras consecuencias en el ámbito de *post trading*, como son, (i) la implementación de T2S, (ii) la falta de proporcionalidad en la regulación de CCP y (iii) la nueva regulación de Depositarios Centrales de Valores.

- Por lo que respecta a T2S, la valoración general es positiva en cuanto a que es un sistema con un soporte técnico avanzado, con buenas funcionalidades y mecanismos de comunicación, y su funcionamiento es, en general, satisfactorio.

Sin embargo, ha incrementado los costes de liquidación para las operaciones domésticas – reduciendo las *cross-border* dentro de la UE al mismo coste- y el nivel de incidencias en Renta Fija es superior al que anteriormente existía, resultando, en este sentido, un sistema menos eficiente.

También resulta criticable que no se hayan incorporado en esta plataforma los actuales *International Central Securities Depositories* (ICSD), Euroclear y Clearstream, perjudicando, en este sentido la competencia nivel europeo en la prestación de servicios propios de Depositarios Centrales de Valores.

- La regulación de las CCP a nivel europeo debería incluir el principio de proporcionalidad y promover la competencia, dando un valor relevante a los supervisores nacionales y garantizando un *level playing field* para todas ellas en el ámbito de la Unión Europea. En el

próximo escenario de un Brexit, el objetivo de mantenimiento de un adecuado escenario de competencia justa, debe implicar las CCP localizadas en Reino Unido solo puedan operar cumpliendo similares requisitos y sometidas a una adecuada supervisión.

Adicionalmente, deben completarse las piezas normativas que afectan a las CCP a nivel europeo, lo que puede alargarse en el tiempo debido al cercano término de mandato del actual Parlamento Europeo.

- Por lo que respecta a la nueva regulación de los Depositarios Centrales de Valores, en conjunto merece una buena valoración, si bien habrá que esperar a cómo se aplican en términos efectivos en 2020 las previsiones sobre disciplina de la liquidación, lo que permitirá evaluar sus costes y efectos y si se incrementa la eficiencia en la liquidación europea y la competencia abierta en este sector.

3.2.6. ESTRUCTURA DE LA INDUSTRIA

Los participantes en los mercados están en proceso de definir su papel y su posicionamiento dentro de la estructura que propone MIFID II/MIFIR.

En este proceso, se está poniendo de manifiesto que las reformas introducidas no están siendo neutras en cuanto al perfil de la industria que promueven.

Dos elementos, al menos, hacen que ello no sea así.

Por un lado, la estructura de ingresos y costes está sufriendo variaciones importantes y deberá determinar si algunos perfiles de negocio continúan siendo viables o no.

Por otro lado, el segundo elemento es la necesaria concurrencia de grandes capacidades tecnológicas para cumplir con determinadas obligaciones regulatorias o, al menos, con



la interpretación práctica que de ellas se está haciendo. Este segundo elemento determina que hay entidades que pasen a no ser competitivas por no disponer de tales capacidades, lo que implicará su expulsión de mercado y una mayor concentración e incremento de tamaño de los operadores.

En este sentido, se observa que son varias las piezas normativas - tanto en renta fija, como renta variable, en derivados y en post trading - que indirectamente vienen a promover un movimiento de concentración y eliminación, por inviables, de determinados modelos de negocio, así como una potencial expulsión de los operadores pequeños y medianos.

- Esta tendencia se origina, al menos por las siguientes circunstancias:

- En los mercados de Renta Fija la reducción en márgenes implicará que operar en ellos solo sea rentable para entidades de gran tamaño.
- En los mercados de renta variable, la específica forma en que se está aplicando el principio de mejor ejecución (*Best Execution*), también está llevando a que los grandes vencedores sean las grandes *brokers* con gran capacidad financiera, en perjuicio de los demás *brokers*, cuya prestación de valor añadido no es reconocida, haciendo el modelo de negocio inviable, o al menos mucho menos rentable.
- El régimen de desvinculación (*unbundling*) de pagos por análisis (*research*) puede hacer solo viable la actividad de análisis a grandes entidades internacionales.
- Las operativas con algos y particularmente, la operativa de alta frecuencia (HFT) -y su nueva obligación de señalar (*flagging*) estas operaciones en el mercado- suponen la capacidad de incurrir en los elevados costes que ello implica. Por otro

lado, las normas de funcionamiento de los IS están, en la práctica, beneficiando a los grandes *brokers* globales.

- La obligación de compensar los derivados OTC en CCP está resultando difícil y costosa para las entidades pequeñas y medianas, produciéndose una concentración en los miembros compensadores y en los volúmenes que manejan, así como en los servicios que ellos pueden prestar, y no las entidades pequeñas y medianas.

- Esta concentración, como se ha señalado, se observa también en el ámbito de las CCP, lo que supone adicionalmente, un elemento de concentración de riesgos.

- También en el ámbito del *post-trading*, los incrementos de costes -entre ellos por la aportación de garantías- o las operativas limitadas a determinadas entidades, hacen que solo entidades de cierto tamaño puedan ser activas en un escenario de Target2Securities.

- Por otro lado, se identifica como un problema de presente y más previsiblemente, de futuro la dificultad de retención de talento en algunos operadores.

Así la creciente dedicación a labores de cumplimiento respecto de las meramente operativas en determinados perfiles profesionales, puede implicar que éstos se trasladen a ámbitos con menor regulación, como los *hedge funds*.

También, como se ha mencionado, en el ámbito del análisis (*research*) se va a producir una previsible disminución de talento dedicado a ello.

Por último, los ajustes en los márgenes en los modelos de negocio implicarán una disminución en los empleados y en el talento en las que no son grandes entidades.

- La existencia de entidades grandes con grandes capacidades permite economías de



escala y atender todos los requisitos regulatorios, como se ha señalado. Por el contrario, la concentración implica menos competencia, y tiene el riesgo de implicar estandarización en los servicios, en perjuicio de servicios de mayor valor añadido a los clientes e inversores en general.

Y esta concentración, promovida indirectamente en todos los frentes regulatorios, se produce, sin que la propia regulación haya manifestado preferencia explícita sobre la estructura de la industria deseable para el desarrollo adecuado de los mercados.

Se produce también en un escenario de promoción de los mercados de valores a nivel de la Unión Europea por medio de la Unión del Mercado de Capitales, donde tampoco se contiene referencia (i) a la estructura de la industria (ii) ni al papel que ella puede tener en la promoción de los mercados y su funcionamiento ordenado, o en la innovación y el incremento de valor añadido al inversor, (iii) ni a un adecuado nivel de competencia en beneficio del mercado y los inversores.

Quizá sea esta una cuestión a la que las autoridades y reguladores deberían prestar una atención específica.

3.2.7. INFRAESTRUCTURAS

Las infraestructuras han realizado un esfuerzo muy significativo para poder atender las necesidades derivadas de la regulación, en todos los ámbitos. Tanto de renta fija, como de renta variable, derivados y post trading (tanto en compensación como en liquidación).

El panorama de las infraestructuras de negociación en la UE, ha evolucionado de forma muy relevante. Algunas entidades han elegido la forma de IS (167 entidades de las cuales 6 en España), algunas plataformas han elegido

evolucionar a la figura de SMN (192, de las que aproximadamente 65 son nuevas autorizaciones), o los ya mencionados OTF (30 a nivel de la UE y dos en España).

Las infraestructuras han debido adaptarse a las nuevas regulaciones; determinadas operativas - brokeraje en Renta Fija- han debido reconducirse a la nueva figura de SOC; y las infraestructuras de post trading han precisado una adaptación, tanto a la regulación europea, como al proyecto T2S.

En el ámbito de la Renta Fija, el traslado de la negociación en una parte importante a centros de negociación, con el nuevo régimen de transparencia para valores líquidos e ilíquidos, ha implicado, por ejemplo, para el Mercado AIAF español, un esfuerzo de adaptación, incluyendo el nuevo sistema multilateral SEND -evolucionado del previamente existente- que incluye diferentes modalidades de negociación: sistema de negociación de libro de órdenes, a su vez con modalidades multilateral y bilateral, y un nuevo sistema de negociación con solicitud de negociación, *Request for Quote*.

En el mismo ámbito, como se ha mencionado, se han creado a nivel europeo 30 SOC (u OTF por sus siglas en inglés), dos de ellos en España (CAPI OTF y CIMD OTF). La creación de estos SOC en España, ha constituido también una labor de adaptación y puesta en funcionamiento, en contacto permanente con la CNMV, teniendo en cuenta que se trata de una figura enteramente nueva en su regulación.

En el caso del Grupo BME español, no solo las infraestructuras de negociación de renta variable y de derivados han precisado adaptaciones en su funcionamiento y en el régimen de información y de transparencia. También las infraestructuras de *post-trading* han debido afrontar la adaptación.

En el primer caso, los Mercados Organizados ya cumplían con los principales requisitos de transparencia por lo que ha sido una



adaptación ligera comparada con la que se ha tenido que llevar a cabo con nuevas obligaciones como el registro de órdenes, nueva comunicación de operaciones, nuevas obligaciones para los centros de negociación (gobernanza, acuerdos de gobierno, planes de continuidad de negocio, requerimientos tecnológicos, evaluaciones de entidades miembros de los mercados, mecanismos de control con el objetivo de evitar desórdenes en el mercado...) y las nuevas figuras de Creador de Mercado.

En cuanto al *post-trading*, es relevante la creación de BME Clearing, en el proceso de Reforma del Sistema Español de Compensación Liquidación y Registro que se desarrolló en los últimos años para poder incorporar a Iberclear – con su nuevo sistema ARCO- dentro del proyecto gestionado por el Banco Central Europeo, Target2Securities. También el mismo proceso de incorporación a T2S, que ha incluido tanto renta variable como renta fija, ha supuesto un gran esfuerzo de adaptación tanto para las infraestructuras como para los operadores.

A ello se debe añadir la creación de Regis-TR en una *Joint Venture* del depositario central español Iberclear con Clearstream Frankfurt – el depositario central de valores de Alemania y de Luxemburgo- como Repositorio de Operaciones (*Trade Repository*) con vocación europea, para el registro de operaciones sobre derivados.

Todos estos esfuerzos se han plasmado en mercados e infraestructuras más eficientes y modernas, y adaptadas a la nueva regulación, no sin un esfuerzo muy significativo, e incurriendo en costes relevantes.

Este esfuerzo, además, debe incardinarse en un escenario de fuerte competencia entre infraestructuras de negociación y de post-negociación a nivel no solo de la Unión Europea, sino también global.

3.2.8. COSTES

Existe la percepción de que, con carácter general, las reformas implementadas o en proceso de implementación, no suponen, o van a suponer, una reducción de costes. Más bien, la percepción es la contraria en diversos ámbitos. De confirmarse esta tendencia, ello implicará un mayor coste para los usuarios finales y un mayor coste para la inversión en mercados de valores.

En el ámbito de la renta fija, la reducción de márgenes parece que está implicando un incremento de comisiones por otros servicios, como en el ámbito del *post trading*, donde además, T2S ha supuesto un incremento de costes. La necesaria utilización de CCP en derivados OTC, también ha incrementado costes.

Por otro lado, el nuevo régimen de reporte (*Transaction Reporting*) en el que se pueden identificar algunas duplicidades, también supone un incremento de costes.

En relación con las nuevas figuras de proveedores de datos y centros de negociación, existe un problema en cuanto al acceso a los mismos. Así, si bien dicho acceso debe permitirse a los operadores en términos comerciales de coste razonable, parece que en ocasiones este coste está siendo elevado. ESMA se encuentra trabajando en la identificación de prácticas contrarias a este principio y ya ha tomado alguna medida al respecto.

4. BREXIT

La salida de Reino Unido de la Unión Europea, y la forma en que efectivamente se lleve a cabo – con un acuerdo con la Unión Europea a 27 (UE27) o sin acuerdo- va a ser, sin duda, muy relevante en el funcionamiento y operativa de los mercados de valores en la UE27.



Es difícil evaluar esas implicaciones, entre otras cosas, por falta de conocimiento de en qué términos se va a producir el Brexit.

Sin embargo, es también muy difícil no mencionar siquiera esta cuestión tratando el tema que se trata en este trabajo.

Por ello, solo vamos a apuntar algunos de los ámbitos en que puede ser tan relevante:

- Datos. Una parte muy significativa de los datos que se utilizan en los cálculos de liquidez y de *waivers* y de *Double Volume Cap* por ESMA provienen de Reino Unido. Esto abre el debate sobre si los datos a nivel de UE27 son representativos para todas estas finalidades o si precisan revisión.

A día de hoy, el conjunto de cálculos del régimen de transparencia está diseñado incluyendo la participación de los datos procedentes de centros de negociación y APA localizados en UK. Con el Brexit se abren muchos interrogantes y parece claro que normativamente, una vez se materialice el Brexit, los cálculos solamente podrían realizarse con datos procedentes de entidades UE27. Esto afectaría a la calificación de instrumentos como líquidos/ilíquidos y a los umbrales SSTI/LIS.

- CCPA día de hoy una parte muy significativa de los derivados OTC compensados en una CCP a nivel de la Unión Europea, lo son en CCP británicas, señaladamente en *Swapclear*, perteneciente al grupo *London Clearing House* (LCH).

Esto no solo abre la incertidumbre de si en el futuro esta CCP va a ser adecuada para cumplir con la obligación de compensación -al no ser una cámara de la UE y, si se diese el caso de no estar reconocida como equivalente- o de cómo serán los contratos que deberán firmarse o novarse en su caso, por las partes en tales derivados, sino también plantea el problema de la supervisión de un centro tan sistémico para la estabilidad financiera de la UE27 y el papel de

ESMA en todo ello. Esto puede implicar, desde una coordinación amparada por un acuerdo entre ESMA y la FCA británica, hasta la exigencia de presencia física en la UE27 para estas CCP.

- Competencia. A nivel de la UE27 se ha desarrollado una innegable competencia entre Estados para atraer a entidades británicas que precisen un establecimiento dentro de la UE27 tras el Brexit. Esa competencia se ha visto tanto en el ámbito de las empresas de servicios de inversión, como de gestores de activos y de centros de negociación.

Esta competencia origina un riesgo de rebaja de los estándares regulatorios, produciendo un arbitraje entre jurisdicciones- realmente entre autoridades supervisoras nacionales- en cuanto a qué requisitos se solicitan y cuáles no, y particularmente en lo que respecta a qué medios se disponen dentro de la UE27 y cuáles se subcontratan o delegan con una matriz en Reino Unido.

Existe un riesgo, por tanto, de que se autoricen entidades sin prácticamente contenido y con una finalidad predominantemente formal, en la UE27.

ESMA ha emitido opiniones al respecto, en mayo y julio de 2017, intentando aproximar los criterios de los supervisores nacionales al respecto, si bien no es claro que todas las autoridades nacionales los estén siguiendo.

Este es un tema al que habrá que hacer seguimiento. De momento, entre los países o ciudades que están atrayendo más empresas de servicios de inversión y bancos está Frankfurt, para Gestores de Activos, Dublín y Luxemburgo, y para Centros de Negociación, Ámsterdam.

5. CONCLUSIONES

El Grupo de Consulta comparte las finalidades de las recientes regulaciones en general



-y particularmente las de EMIR y MIFID II/MIFIR- centradas en conseguir una mejor gestión de riesgos en derivados OTC, un incremento de transparencia en los mercados y una negociación ordenada en los mismos.

El Grupo es consciente de que estamos en un momento de muy reciente implementación de MIFID II/MIFIR, y algunos aspectos- como la calidad de datos disponibles- aún tienen recorrido de mejora.

Por otro lado, todo análisis de estas cuestiones debe tener como referencia futura el Brexit -que no es objeto de análisis más que muy somero en este Trabajo- cuyas implicaciones serán relevantes, pero, en este momento, no anticipables en detalle.

Sobre estas premisas, sí se pueden observar algunas implicaciones y consecuencias de la regulación sobre mercados secundarios en sus diferentes facetas, tanto de los diferentes instrumentos (Renta Fija, Renta Variable, y Derivados) como del *post-trading*, de la estructura de la industria y las infraestructuras, o de los costes. En concreto, y conforme se ha desarrollado en este Trabajo:

Por lo que respecta al Mercado de Renta Fija:

- El mercado de renta fija ha sufrido variaciones importantes en su estructura, con la adaptación de los centros de negociación al nuevo régimen de transparencia y la creación de las nuevas figuras de los SOC.
- A día de hoy, la falta de provisión de datos – o la mala calidad de éstos- a ESMA está originando que la calidad de los datos que están disponibles para los operadores del mercado, no sea aún la adecuada.

Por otro lado, no consta que los operadores estén utilizando las nuevas fuentes de información y transparencia de los va-

lores líquidos respecto de los cuales perciben tener ya suficiente información.

- Se observa que puede producirse una disminución del número de operadores -con lo que ello puede implicar de menos precios y menor liquidez- como consecuencia del régimen de transparencia de costes implícitos y explícitos. Y ello puede, asimismo, producir una concentración del mercado en operadores de gran tamaño.
- Por último, la liquidez de los valores menos líquidos puede verse mermada por la falta de apetito negociador al ser complicado el cumplimiento de la regla de *Best Execution* por falta de información.

Por lo que respecta a los mercados de Renta Variable:

- La renta variable, que *a priori* debería haber sido menos afectada por MiFID II por estar ya regulada con MiFID, está sufriendo una mayor transformación. Así, los mercados de Renta Variable están sufriendo un rápido cambio en su estructura, coste, prácticas de negociación y, en el corto o medio plazo, previsiblemente, de entidades participantes.
- La forma en que el principio de mejor ejecución se está aplicando, centrada en evitar las variaciones de precio durante la ejecución de órdenes materiales, sigue aportando volúmenes a sistemas de negociación de tipo *Dark* y, cuando esto no es posible por la aplicación del mecanismo del *Double Volumen Cap*, a Internalizadores Sistemáticos o a subastas periódicas, mecanismos que suelen permitir encontrar un precio mejor.

Todo ello puede ser, al menos en parte, la explicación de que no se produzca, de hecho, un incremento en los volúme-



nes de negociación que participan en la formación de precios en mercados *Lit* (sometidos a todas las normas de transparencia) y de que la liquidez disponible se encuentre muy fragmentada.

- El régimen de *Unbundling* -separación del coste de análisis o *research* del de intermediación- plantea algunos riesgos, como la inviabilidad económica de la cobertura de las compañías cotizadas de mediana o pequeña capitalización, y la consecuente menor atención al análisis de esas compañías que hoy sí la tienen.

Esta situación bien podría acarrear efectos negativos como reducir su liquidez, la proliferación de análisis de menor calidad y/o análisis no independiente, es decir, pagado por el propio emisor. Todo ello supondría que la medida tomada para mitigar un conflicto de interés, estaría creando nuevas situaciones de conflicto que, en última instancia, podrían incluso afectar a la capacidad de financiación a través de las Bolsas o mercados para las compañías medianas y pequeñas.

Por último, la aplicación de este régimen no sería neutral al tamaño de las ESI productoras de análisis, sino que favorecería a las muy grandes, con economías que permitan marginalizar los costes del análisis de las citadas compañías medianas y pequeñas, lo que podría significar favorecer una concentración asimétrica en el sector, dependiendo del tamaño de las ESI.

- Se observa que una parte importante de los operadores del mercado, al menos de los españoles, pueden no sobrevivir a las altas exigencias de capital, inversión y gastos que conlleva la nueva situación: (i) la estructura de mercado fragmentada al tener que acceder a múltiples cen-

tros de negociación (y sus plataformas de post negociación); (ii) la necesidad de disponer de tecnología para cumplir de forma sistemática los distintos principios de «*Best Execution*», pre y post transparencia, y reporte exhaustivo; y (iii) la nueva nivelación de los precios del *research* derivada del régimen de «*Unbundling*».

Por lo que respecta a los mercados de Derivados, se observa un esfuerzo importante de adaptación de las infraestructuras. Asimismo, se valoran los efectos positivos de la compensación y negociación de derivados OTC, si bien ello está implicando, al tiempo, un incremento de costes y alguna dificultad de acceso a las Cámaras por entidades de menor tamaño.

Por lo que respecta a la estructura de la industria:

- La regulación, está promoviendo indirectamente -pero indubitadamente- la concentración en grandes operadores o la necesidad de ser un gran operador para poder competir. Ello se debe a las nuevas estructuras de gastos e ingresos, así como la necesaria fuerte inversión en tecnología para poder competir con entidades de grandes capacidades inversoras. Se observa esta tendencia en todos los ámbitos analizados.
- Esto elimina potencialmente una parte del sector, reduce la competencia y potencialmente limita el tipo de servicios y la liquidez en algunos instrumentos.

Por lo que respecta a las infraestructuras:

- Las infraestructuras de negociación han sufrido un desarrollo muy significativo, con la autorización de numerosos SMN,



el desarrollo muy relevante de los IS y la creación de la nueva figura de OTF.

- La reforma se ha manifestado neutra, desde el punto de vista tecnológico, en cuanto a los métodos de negociación. Sin embargo, se observa una evolución hacia métodos de negociación electrónicos en instrumentos que no son de renta variable, como instrumento de acceso a diferentes fuentes de liquidez.
- En el ámbito de las infraestructuras es particularmente relevante prestar atención a la existencia de un auténtico *level playing field* y a la aplicación del principio de proporcionalidad. No hacerlo, puede afectar seriamente a la competencia, y promover la concentración en un ámbito, por otro

lado, particularmente sensible a los riesgos sistémicos.

Por lo que respecta a los costes, no se percibe que las reformas en general estén implicando una reducción de costes para los usuarios finales, sino más bien al contrario. En este sentido, también la concentración y la consiguiente reducción de la competencia, puede tener adicionales efectos en este sentido.

Por último, todas estas conclusiones deben ser analizadas a la vista del proyecto de Unión del Mercado de Capitales, en tanto que algunas de las consecuencias que se observan y se señalan en este Trabajo puedan no ser enteramente compatibles con sus objetivos.