



# SEGUIMIENTO DE LA IMPLEMENTACIÓN Y EFECTOS DE LA REGULACIÓN EUROPEA DE MERCADOS SECUNDARIOS

Coordinado por: **IGNACIO SANTILLÁN**

*Director General del FOGAIN*

## GLOSARIO DE TÉRMINOS

- **AFME.**- Association for Financial Markets in Europe.
- **AMF.**- Autorité des Marchés Financiers.
- **APA.**- Agente de Publicación Autorizado.
- **CCR.**- Condiciones Comerciales Razonables.
- **CNMV.**- Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **CSDR.**- Central Securities Depositories Regulation (Reglamento 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n ° 236/2012).
- **CT.**- Consolidated Tape.
- **CTP.**- Consolidated Tape Provider (PIC en español).
- **DVC.**- Double Volumen Cap
- **DCV.**- Depositario Central de Valores.
- **DLT.**- Distributed Ledger Technology.
- **ECC.**- Entidad de Contrapartida Central.
- **EDDI.**- European Distribution of Debt Instruments
- **EMIR.**- European Market Infrastructures Regulation (Reglamento 648/2012, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extra-bursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones).
- **EMIR Refit.**- Reglamento 2019/834, de 20 de mayo de 2019, que modifica el Reglamento 648/2012.
- **ESMA.**- European Securities and Markets Authority.
- **FCA.**- Financial Conduct Authority.
- **FESE.**- Federation of European Securities Exchanges.
- **FIRDS.**- Financial Instruments Reference Data System.
- **ICMA.**- International Capital Markets Association.
- **IS.**- Internalizador Sistemático.



- **MIFID II.**- Directiva 2014/65, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- **MIFIR.**- Reglamento 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012.
- **NCA.**- National Competent Authorities.
- **OTC.**- Over The Counter.
- **PIC.**- Proveedor de Información Consolidada.
- **PSSD.**- Proveedor de Servicios de Suministro de Datos.
- **QCA.**- Quoted Companies Alliance.
- **SIA.**- Sistema de Información Autorizado.
- **SME.**- Small and Medium-Sized Enterprises.
- **SOR.**- Smart Order Routing.
- **T2S.**- Target 2 Securities.

## 1. INTRODUCCIÓN

En el Módulo de Mercados del Observatorio del año 2018 se identificaron las principales novedades regulatorias y sus implicaciones prácticas conforme se apreciaban por el Grupo de Consulta, teniendo en cuenta el poco tiempo transcurrido desde la entrada en vigor de la normativa más relevante.

Entonces, junto a una valoración positiva general de las finalidades de la nueva regulación, se identificaron consecuencias resaltables, tanto en los mercados de Renta Fija, como de Renta Variable y de Derivados, y en el *post-trading*, identificando asimismo, consecuencias más transversales en cuanto a intermediarios, infraestructuras y costes.

La razón de estructurar así el trabajo fue

consecuencia de los comentarios realizados sobre la implementación de la nueva regulación por los miembros del Grupo de Consulta.

Ciertamente, se ha producido un cambio de estructuras y transparencia en los mercados de renta fija, una alteración de las pautas de negociación y del análisis en los mercados de renta variable, y una incidencia explícita muy directa de la regulación en los mecanismos de compensación y negociación de los derivados.

Asimismo, la calidad y accesibilidad de datos se atisbaba ya entonces, como una cuestión relevante, que planteaba deficiencias en proceso de superación.

En el ámbito del *post trading*, la entrada decidida de la regulación a nivel europeo ha establecido un entero nuevo panorama para las ECC, los Depositarios Centrales de Valores (DCV) y los Trade Repositories, asumiendo una relevancia innegable el proceso de puesta en funcionamiento de T2S.

Los comentarios del Grupo de Consulta, permitieron atisbar consecuencias transversales de estas regulaciones en cuanto al perfil que se adivinaba ya para un intermediario que pudiera desarrollar su negocio en este nuevo escenario. Por ello, se optó por dedicar un apartado específico a ello.

En lo que toca a infraestructuras, también todas las regulaciones nuevas han requerido de ellas adaptaciones muy relevantes. La razón de dedicar un apartado específico a ellas, se debió a que el panorama de competencia y reordenación de estos centros esenciales en la negociación y post negociación de instrumentos financieros, es particularmente relevante y complejo a nivel de la UE, y planteaba aspectos específicos.

Por último, un problema extraído de los comentarios se centró también en el ámbito de los costes. Por la relevancia de este aspecto en los mercados, en el coste de financiación,



en la rentabilidad y potencial movilización de inversores y en los modelos de negocio, se consideró también que este era un aspecto transversal que merecía atención específica. En este Módulo se referencia este aspecto en cada uno de los apartados correspondientes, según corresponda.

Desde la elaboración de este Módulo del Observatorio 2018, el marco regulatorio y supervisor se mantiene esencialmente similar. Ello no quiere decir que no existan elementos nuevos a los que prestar atención en cuanto al marco general en que se desenvuelve el desarrollo de los mercados secundarios a nivel de la UE. Entre estos elementos relevantes, podemos señalar:

- La Comisión Europea se encuentra en proceso de revisión de determinados elementos relativos a pre y post transparencia, estructura de mercado, coste de datos y situación de CT (*Consolidated Tape*) de MIFID II/MIFIR conforme a lo establecido en la propia normativa. A tal efecto, por un lado, la propia Comisión Europea ha sometido a Consulta Pública determinados aspectos<sup>1</sup>, y por otro, ESMA se encuentra actualmente en proceso de análisis y elaboración de asesoramiento a la CE, y ha hecho público el primer informe sobre el desarrollo de los precios en los datos pre y post negociación y sobre un *Consolidated Tape* para Renta Variable<sup>2</sup>, ha sometido a consulta un informe de revisión sobre régimen de transparencia en renta variable<sup>3</sup>, otro sobre los Internaliza-

dores Sistemáticos en instrumentos que no son de renta variable<sup>4</sup>, y otro sobre el régimen de transparencia para instrumentos que no son de renta variable y la obligación de negociación para derivados<sup>5</sup>.

- Se han producido algunas reacciones de los reguladores con la finalidad de corregir lo que se han manifestado fallos de la regulación. En concreto, se ha incluido en la nueva regulación prudencial de las empresas de servicios de inversión el sometimiento de los Internalizadores Sistemáticos al régimen de *tick size* en Renta Variable<sup>6</sup> y la posibilidad de realizar operaciones *large in scale* sin aplicar necesariamente el *tick size* solo si se ejecutan en el punto medio del *spread*<sup>7</sup>, y se ha mejorado la situación de entidades financieras y no financieras que tenían difícil acceso a Cámaras de Contrapartida Central con la aprobación del denominado EMR Refit<sup>8</sup>.
- ESMA ha realizado cambios para la mejora de la calidad de datos a través de la modificación de algunas características de la base de datos FIRDS, y adicionalmente a lo señalado más arriba, también se ha centrado en el análisis de los límites a posiciones en derivados sobre materias primas. Asimismo, ha realizado una *call for evidence* sobre Subastas Periódicas, ha publicado un informe sobre dicha *call for evidence*<sup>9</sup> y

---

nism and the trading obligation for shares". ESMA70-156-2188.

<sup>4</sup> *Consultation paper* de 3 de febrero de 2020 "MIFIR report on Systematic Internalisers in non-equity instruments" ESMA70-156-1757.

<sup>5</sup> *Consultation paper* de 10 de marzo de 2020, "MIFID II/MIFIR review on the transparency regime for non-equity instruments and the trading obligation for derivatives".

<sup>6</sup> Artículo 63 Reglamento 2019/2033, de 27 de noviembre de 2019.

<sup>7</sup> Artículo 64 Directiva 2019/2034, de 27 de noviembre.

<sup>8</sup> Reglamento 2019/834, de 20 de mayo de 2019.

<sup>9</sup> Informe de 11 Junio 2019 | ESMA70-156-1035

---

<sup>1</sup> *Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework*.

<sup>2</sup> Documento de 5 Diciembre de 2019 | ESMA70-156-1606

<sup>3</sup> *Consultation paper* de 4 de febrero de 2020 "MIFID II/MIFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mecha-



una Opinión de ESMA al respecto de las subastas periódicas, estableciendo determinados requisitos para su adecuado funcionamiento (en cuanto a transparencia y sometimiento a *tick size*).<sup>10</sup>

- Se han publicado opiniones y análisis de *think tanks*, asociaciones, reguladores y supervisores.<sup>11</sup> Si bien la finalidad del presente Módulo es realizar sus propias apreciaciones al respecto, estas opiniones y análisis publicados permiten también contrastar las impresiones y conclusiones del Módulo del Observatorio del 2018 y ayudan así también, a identificar mejor las cuestiones relevantes, las diferentes posiciones frente a ellas y las potenciales vías de actuación, en su caso.
- El tiempo transcurrido, por otro lado, permite medir la evolución natural de las cosas, aun cuando será necesario más tiempo para valorar los resultados de la nueva regulación en general, lo que, por un lado evidencia con más claridad el alcance de determinados efectos anticipados en el Observatorio de 2018, y por otro ratifica o bien limita, algunos que ya se atisbaban en él.

El elemento temporal es aquí muy relevante, por cuanto se pueden también pro-

ducir -como se señala más adelante- consecuencias que pueden no tener marcha atrás para determinados agentes.

- Por último, los avances y el estado de situación del proyecto de Unión del Mercado de Capitales<sup>12</sup> y los planteamientos para su desarrollo en el futuro<sup>13</sup>, así como el desenlace ya formal del proceso del Brexit<sup>14</sup> continúan siendo elementos de referencia al respecto. Otras iniciativas a nivel de la UE -como la anunciada posible regulación de los cripto activos<sup>15</sup> -no plantean cuestiones específicas en la actualidad, sin perjuicio de que puedan hacerlo en el futuro (como por ejemplo, la utilización de *tokens* en la financiación de pequeñas y medianas empresas<sup>16</sup> o la integración de tecnología DLT (Distributed Ledger Technology) en los procesos de *post trading* y registro de valores<sup>17</sup>).

De acuerdo a todo lo anterior, en el presente trabajo se mantiene esta visión positiva de la regulación implementada, reconociendo, al tiempo, como se verá a

<sup>10</sup> Opinión de 1 de octubre de 2019/ESMA70-156-1355

<sup>11</sup> Entre otros AFME ( AFME response to the consultation of the German Federal Ministry of Finance on the experience and possible need for amendment with regard to MiFID2/R/ AFME Report: Finance for Europe – Building competitive, resilient and integrated financial markets), ICMA (MIFID II/R and the bond markets: the first year), Oxera (The design of equity trading markets in Europe), FCA (Multi firm review of research unbundling research), Reciente Plan de AMF, supervisor francés, para promocionar el análisis, Citigate Dewe Rogerson (Citigate Dewe Rogerson's 11th Annual IR Survey), To be or not to be...a public company. The growing de-equitisation crisis.QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey”, y en España Sebastian Albella en la clausura del XXVI Encuentro del Sector Financiero.

<sup>12</sup> Como referencia, la publicada bienvenida de la Comisión Europea al voto final del Parlamento Europeo sobre los últimos elementos de la Unión del Mercado de Capitales, de 18 de abril de 2019, que se enumeran, y que está dando lugar a la correspondiente normativa.

<sup>13</sup> El Consejo Europeo adoptó con fecha 5 de diciembre de 2019 determinadas conclusiones sobre la profundización de la Unión del Mercado de Capitales.

<sup>14</sup> Donde ESMA y los reguladores y supervisores nacionales han sido particularmente activos en la preparación de los diferentes posibles escenarios (Decisión de ESMA de 29/05/19, sobre la anterior de 19/03/19, el reconocimiento de 3 CCP y el DCV británicos, el Plan Operacional de ESMA sobre Datos de 19/03/19, y a nivel español, el Real Decreto Ley 5/2019 y las Q&A de la CNMV).

<sup>15</sup> La Comisión Europea tiene en vigor un proceso de consulta al efecto *On an EU framework for markets in crypto-assets*.

<sup>16</sup> En este sentido, la OCDE ha publicado el Informe *OECD (2019), Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing*.

<sup>17</sup> Documento del Banco Central Europeo sobre *Distributed ledger technologies in securities post-trading*



lo largo del mismo, que no todos los efectos han sido positivos.

Así, se ha producido efectivamente una transformación del mercado y no siempre una mejora, y una parte de los participantes en el mercado han sufrido cambios muy importantes en su actividad, e incrementos de costes significativos.

- De todo ello se puede inferir que la nueva regulación no han sido simétrica al tamaño de las entidades afectadas y un exceso de regulación provoca un esfuerzo de adaptación cuya utilidad marginal es cada vez más pequeña, ahogando a las infraestructuras pequeñas/medianas que difícilmente pueden hacer frente al incremento de costes necesarios para adaptarse.
- El Grupo de Consulta entiende que las conclusiones del trabajo tienen que ser útiles. Por ello se mantiene en el trabajo también una mirada crítica, ya que en algunos temas las medidas implementadas han supuesto el efecto contrario al deseado, generando en ocasiones iliquidez con los consiguientes efectos negativos.

Teniendo, por tanto en cuenta todos estos elementos, el Grupo de Consulta considera relevante poner de manifiesto el presente análisis de la situación de los mercados secundarios a nivel de la UE, todo ello con el mismo enfoque práctico que dirigió el Módulo de 2018 y sobre la base de las conclusiones en él alcanzadas.

En concreto, se centra el presente Módulo en las siguientes materias:

- La estructura de los mercados, (con apartados dedicados a la renta variable, la problemática de los datos, la renta fija y la financiación de SME a través de los mercados).

- La implicación de la desagregación (*unbundling*) en la actividad de análisis.
- La situación en materia de *post trading*.
- El efecto sobre los intermediarios, y
- Una referencia específica al Brexit.

## 2. ESTRUCTURA DEL MERCADO

Es innegable que MIFID II/MIFIR han supuesto una alteración de las estructuras de mercado, como ya se puso de manifiesto en el Observatorio de 2018.

Allí se apuntaba que esta alteración ha afectado a los mercados de renta fija, renta variable, y derivados, teniendo implicaciones en los intermediarios, las infraestructuras y los costes. También, la nueva regulación del *post-trading* ha supuesto significativas alteraciones en este ámbito.

Con carácter general, se puede decir que las conclusiones apuntadas en dicho Observatorio se han manifestado acertadas y se puede apreciar una ratificación de las mismas.

En el Observatorio de este año, el Grupo de Consulta se centra en aquellos aspectos que a día de hoy merecen una mayor atención, a su juicio.

La fragmentación en los mercados fundamentalmente de renta variable y la “competencia” de éstos con el capital riesgo, últimamente muy activo, son dos elementos a resaltar, junto a la reducción del porcentaje de volumen que participa en los procesos de formación de precios.

Los mercados de renta fija manifiestan una mayor tendencia a la negociación electrónica<sup>18</sup> -si bien no es una tendencia que se pueda ob-

<sup>18</sup> ICMA: *MiFID II/R and the bond markets: the second year. An analysis of the impacts of MiFID II/R implementation in 2019, its challenges and potential solutions. December 2019.*



servar de forma similar en todo tipo de bonos al tiempo que presentan una menor liquidez especialmente en los activos menos líquidos.

En el ámbito de los derivados, una vez implementada la nueva regulación y aplicada la normativa sobre negociación y compensación en cámaras de contrapartida central, la reciente reforma del Reglamento EMIR ha venido a resolver alguna cuestión, como el difícil acceso a estas cámaras de determinadas entidades financieras y no financieras, y se encuentra en proceso de revisión la fijación de límites a las posiciones en derivados sobre materias primas.

Las infraestructuras se encuentran adaptadas a la nueva regulación, si bien en el ámbito de la negociación se observa una fuerte competencia y en el de la post negociación van a tener que adaptarse al nuevo régimen de disciplina en la liquidación exigido por el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores. Por otro lado, siguen con el proceso de armonización operativa a nivel europeo así como un proceso previsible de consolidación. A esto se le añade el seguimiento que están realizando de las novedades tecnológicas, singularmente, las DLT.

Por otro lado, la calidad y coste de los datos, particularmente los relativos a las operaciones OTC sigue siendo un problema de primer orden, como veremos.

A continuación se exponen brevemente los aspectos más destacados.

## 2.1. MERCADOS SECUNDARIOS DE RENTA VARIABLE

Los cambios legislativos introducidos por MIFID II/R tenían un triple objetivo: mayor transparencia en la negociación, una formación más eficiente de los precios y la devolución a los centros de ejecución de la operativa

negociada fuera de ellos (OTC y *broker crossing networks* -BCNs-). Sin embargo, dos años después de su aplicación no se han conseguido materializar esos objetivos.

Por otro lado, por lo que respecta a la operativa de intermediación, se confirma lo apuntado en el Observatorio del 2018, en cuanto a la extensión de la utilización de mecanismos de enrutamiento inteligente de órdenes (SOR o Smart Order Routing) para la aplicación del principio de mejor ejecución, lo que lleva un elevado volumen de negociación a pocos *brokers* de gran tamaño en perjuicio de intermediarios medianos o pequeños.

Dos de los efectos de MiFID II han sido, en general, la atomización de la liquidez y el debilitamiento de los procesos de formación de los precios de los activos financieros, derivados de la aparición de múltiples plataformas de negociación de instrumentos, cada una con sus propias características (plataformas formadoras de precios, no formadoras de precios, transparentes, opacas, multilaterales, bilaterales...) <sup>19</sup>, y del elevado volumen de la negociación de operaciones fuera de mercado (OTC e *Internalizadores Sistemáticos*). Los mercados transparentes basados en negociación multilateral con un libro centralizado, por ejemplo, han pasado de negociar casi el 40% del volumen total en enero de 2018 (entrada en vigor de MiFID II / MiFIR), a un 33% en septiembre de 2019.

A ello hay que añadir que se pone de manifiesto una significativa dependencia de los sistemas alternativos de negociación respecto

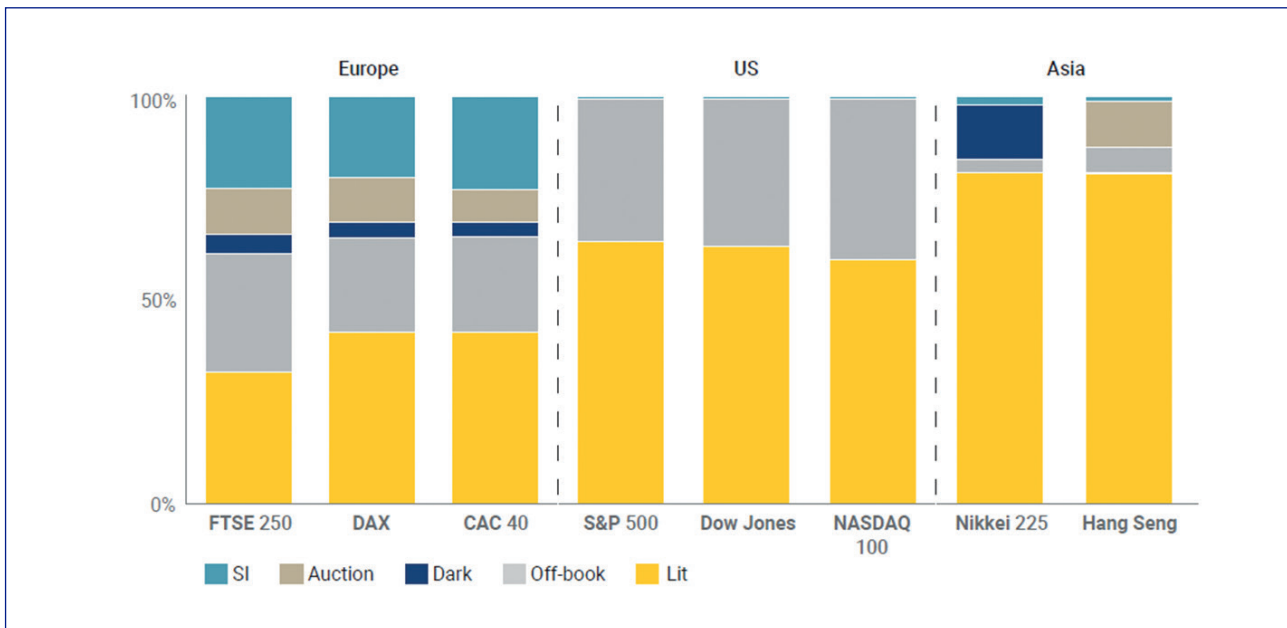
---

<sup>19</sup> Así, en noviembre de 2019, en conjunto, el mercado financiero europeo, conforme a datos del registro de ESMA, contaba con:

- 136 Mercados Regulados (RM).
- 222 Sistemas Multilaterales de Negociación (MTF).
- 80 Sistemas Organizados de Negociación (OTF).
- 211 *Internalizadores Sistemáticos* (IS).



### Equity trading market share in year 2018



Source: Fidesa Fragmentation Index

Note: "Lit" indicates trades executed on-book. "Off-Book" indicates trades executed OTC and reported to one of the reporting venues. "Dark" trades executed on a dark pool where the orders are not visible pre-trade. "SI" indicates trades executed by a Systematic Internaliser.

de los precios formados en los mercados regulados.<sup>20</sup>

Si nos fijamos en la renta variable, es muy llamativo hasta qué punto está fragmentado el mercado europeo comparado con los mercados norteamericano y asiático, así como el hecho de que más del 50% del volumen contratado se hace a través de sistemas poco transparentes que no contribuyen a la formación de precios con carácter previo a la negociación como son los Internalizadores Sistemáticos, los *Dark Pools* o el mercado OTC.

Otro elemento llamativo es el porcentaje de operativa que se realiza a través de ISs, una

operativa que era marginal antes de la entrada en vigor de MiFID II. Junto a otros elementos, a ello ha podido contribuir la introducción del Mecanismo de Limitación de Volumen (*Double Volume Cap*) en MiFIR así como ciertas imprecisiones de la regulación (alguna ya corregida como en el Reglamento 2019/442<sup>21</sup>). Los Internalizadores Sistemáticos (IS), figura diseñada para absorber la negociación opaca, están realizando de hecho, de acuerdo con los datos de FESE, órdenes por debajo del tamaño estándar de mercado (*standard market size – SMS*). Además, en órdenes de gran volumen, superiores al umbral legal (*large in scale – LIS*),

<sup>20</sup> Como ejemplo relevante, el 16-Ago London Stock Exchange (LSE) sufrió una interrupción técnica de negociación y el mercado no abrió hasta las 09:40 am. El volumen intradiario en ese mismo tramo cayó un 99% en los centros alternativos (Aquis, CBOE, Turquoise), y los spread aumentaron. Fuente Tabbforum.

<sup>21</sup> Reglamento Delegado (UE) 2019/442, de la Comisión de 12 de diciembre de 2018, por el que se modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2017/587 para especificar el requisito de que los precios reflejen las condiciones imperantes en el mercado y actualizar o corregir determinadas disposiciones.



ejecutan un volumen significativo a precios alejados del punto medio de la horquilla.

Por otro lado, como se ha comentado, la aplicación del mecanismo de limitación de volumen (*double volumen cap* o DVC) destinado a corregir los efectos adversos del régimen de transparencia, ha contribuido también al desplazamiento de la negociación a los IS y a las subastas periódicas cuyo peso es superior al esperado y también pretendido por la regulación. Las conclusiones tras estos dos años, son que el mecanismo de DVC requiere de alguna revisión y en esa línea se orienta el documento recientemente sometido a consulta por ESMA, al proponer reformas parciales del mismo.

Por lo que respecta a la reacción regulatoria y supervisora ante estas realidades, como hemos apuntado más arriba, las nuevas medidas regulatorias que obligan a los IS a someterse al *tick size*, y la Opinión de ESMA sobre subastas periódicas, que establece que éstas tengan que ser anunciadas cuando se activen y que el régimen de *tick size* se aplique también a estos sistemas (salvo que tengan consideración de operaciones que no contribuyen a la formación de precio conforme a los artículos 4,1,a) y 4,1,b (i) de MIFIR), son ejemplos de reacciones positivas desde los reguladores y supervisores, cuyo efecto habrá que ir calibrando.

Asimismo, se están revisando otros aspectos, tales como el incremento de volumen en los períodos de subasta de cierre que alcanzan, en media, un 20% de la negociación total. Las razones por las que la negociación se concentra en este período de la sesión pueden estar relacionadas con: (i) la proliferación de la gestión pasiva en un entorno de presión en costes (incluido el desarrollo de la industria de ETF), (ii) el efecto propio de la retro-alimentación (liquidez llama a liquidez), (iii) la fragmentación hace que la poca liquidez esté muy repartida durante el transcurso de la sesión y ante esa “iliquidez” en cada uno de los centros los

operadores prefieran acudir a la subasta para asegurarse la ejecución de sus órdenes (proliferación de las órdenes *market-on-close*).

También existe discusión sobre la introducción de sistemas de ralentización de órdenes (*speedbumps* o *anti-latency mechanisms*) lo que ha sido objeto de discusión en el seno de ESMA, realizando un seguimiento de las diferentes opciones desde el punto de vista del impacto en la calidad e integridad del mercado (ejemplos de aplicación asimétrica, desventaja para el HFT, liquidez aparente). El alto nivel de inversión preciso para los desarrollos tecnológicos necesarios es también un reto a este respecto. Todo ello también dentro de la evaluación de los mecanismos que pueden llevar a que los operadores tengan mayor incentivo de negociación en mecanismos sin transparencia o con menor pre transparencia.

Por último, el mencionado documento sometido a consulta por ESMA acerca de la transparencia en los mercados de renta variable<sup>22</sup> propone una revisión que somete a consulta pública de varias de estas cuestiones, específicamente del régimen de excepciones al régimen de transparencia (*waivers*) del funcionamiento del DVC y de la obligación de negociación de acciones en centros de negociación o IS.

En conclusión, se observa que la evolución de la estructura de mercado desde el punto de vista de fragmentación en la negociación en los diferentes ámbitos de ejecución y dentro de los mismos, desde el punto de vista del modo de negociación (*lit, dark*) no está significando que haya más liquidez que contribuya de forma previa a la negociación a la formación de precios.

Se han tomado algunas medidas tanto a ni-

<sup>22</sup> Consultation paper de 4 de febrero de 2020 “MIFID II/ MIFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments, the double volume cap mechanism and the trading obligation for shares”. ESMA70-156-2188.





vel regulatorio como supervisor para corregir los efectos puestos de manifiesto, y se proponen por ESMA algunos adicionales, sometidos ahora a consulta pública, dentro del proceso de revisión de MIFID II/MIFIR.

Todo ello perfila un panorama en el que se puede decir que la ordenación de la negociación en la renta variable es un trabajo, hoy, en curso de revisión y ajuste.

## 2.2. INFORMACIÓN Y DATOS EN RENTA VARIABLE

La multiplicidad de sistemas de negociación y de proveedores de liquidez, han puesto más de relieve si cabe, la importancia de que los operadores, inversores y también los supervisores, puedan tener el acceso adecuado a datos de calidad a un coste razonable.

Esto es igual de relevante en los mercados de Renta Variable y de Renta Fija. Por ello, algunas de las consideraciones que se hacen a continuación pueden resultar de aplicación a ambos mercados.

No obstante, los mercados de renta variable presentan algunas particularidades diferentes al tratarse de instrumentos típicamente negociados en sistemas de negociación centralizados y multilaterales, a diferencia de renta fija y derivados que tienen una proporción significativa de negociación fuera de mercados organizados (*over the counter* u OTC) y bilateral.

En el Observatorio de 2018 ya se apuntaban algunas deficiencias en relación con el acceso a datos, tanto pre negociación como post negociación, así como la labor desarrollada desde ESMA para procurar la mejora de la calidad de los mismos.

Sin embargo, la calidad de los datos sigue siendo un problema, especialmente en lo que se refiere a la información de la operativa de Internalizadores Sistemáticos y OTC, como re-

fleja el informe de ESMA sobre la evolución de los precios de la información<sup>23</sup>, publicado en diciembre de 2019, a lo que se ha añadido una amplia discusión acerca de su accesibilidad y coste.

Veamos los términos en que el Grupo de Consulta evalúa la situación actual de estos temas.

### a) Calidad de los datos

La mejora de la transparencia a través de los distintos agentes se ha encontrado con obstáculos probablemente no previstos inicialmente por los reguladores.

Tras más de dos años desde la entrada en vigor de MiFID II, las entidades siguen teniendo problemas para comunicar en tiempo y forma las operaciones a un APA (Agente de Publicación Autorizado) sobre todo en lo que se refiere a la identificación de los marcadores correctos de cada operación (los *flags* indican características específicas de la operación, i.e. si el instrumento no es líquido, si la operación es de gran volumen, etc.) así como en la determinación de qué parte de la operación (i.e. comprador o vendedor) tiene la obligación de reportar la operación a pesar de tratarse de criterios recogidos en la norma.

Los APA, por su parte, se han encontrado con serias limitaciones a la hora de establecer controles efectivos sobre la información recibida, ya que en la mayoría de casos solo es posible comprobar aspectos tales como que los precios no están alejados de los niveles de precios observados en el mercado, que los campos no están en blanco o que los *flags* reportados no son incompatibles entre sí, lo que pone de manifiesto, entre otros aspectos, la magni-

<sup>23</sup> MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments (ESMA70-156-1606).



tud del problema de calidad de los datos de la operativa *over the counter* y de Internalizadores Sistemáticos.

El resultado de todo ello es que frecuentemente la información es remitida a los APA a destiempo por las entidades obligadas, lo que consecuentemente, repercute en la puntualidad de la publicación de esa información por los APA; suele adolecer de errores, en ocasiones es difícil de obtener y, en algunos casos, está duplicada porque ambas partes de la transacción han reportado los detalles de la operación a un APA distinto.

A ello cabe añadir que las obligaciones en materia de publicación de operaciones han contribuido a generar gran confusión en relación con la distribución de los volúmenes de mercado y la cuota de mercado de contratación de cada centro de negociación. Diferentes distribuidores de información y agregadores de datos están publicando diferentes cuotas de mercado en función de que se incluyan o no los nuevos tipos de operaciones que antes no se reportaban, o lo hacían de forma diferente, como por ejemplo los volúmenes de las operaciones que se reportan a los APAs procedentes de IS y otra operativa OTC.

El objetivo común de disponer de datos de calidad, por tanto, se plantea como exigente en términos de tiempo y recursos.

#### b) Accesibilidad de los datos

Ante el elevado volumen de negociaciones que se lleva a cabo fuera de los mercados regulados, la dificultad de acceder a la información sobre tales operaciones y la baja calidad de dicha información, el regulador consideró de vital importancia homogeneizar y ampliar las obligaciones informativas de entidades de servicios de inversión en su operativa ejecutada fuera de centros de negociación.

Para tal fin, MiFID II introdujo, entre otras

medidas, la figura del Proveedor de Servicios de Suministro de Datos (PSSD ó DRSP por sus siglas en inglés), que incluye tres tipos de entidades distintas: el Agente de Publicación Autorizado (APA), el Sistema de Información Autorizado (SIA) y el Proveedor de Información Consolidada (PIC ó Consolidated Tape Provider, o CTP por sus siglas en inglés). Mientras que el SIA tiene como objetivo canalizar la información de la operativa (ya sea de mercados o fuera de ellos) a los supervisores (i.e. comunicación de operaciones o *transaction reporting*) los APA y CTP deben dar publicidad a la información de la operativa OTC a efectos de transparencia. Más concretamente, a través de los APA se publican las operaciones OTC y las realizadas por IS tan pronto como sea posible, con la finalidad de equiparar la transparencia que tienen las operaciones ejecutadas en los centros de negociación con las ejecutadas fuera de los mismos. Adicionalmente, los APAs también sirven para publicar las cotizaciones en firme de los Internalizadores Sistemáticos. A la fecha de redacción del presente trabajo, hay 22 entidades a nivel europeo que ofrecen servicios de APA, tal y como recoge el registro oficial de ESMA.<sup>24</sup>

Como ya se ha mencionado anteriormente, otra de las figuras de los Proveedores de Servicios de Suministro de Datos (DRSP) es la de los Proveedores de Información Consolidada (CTP), entidades que consolidan en un único flujo de datos la operativa completa del mercado europeo, tanto la llevada a cabo en centros de negociación como OTC, siguiendo el concepto de la Consolidated Tape (CT) de EEUU o Canadá.

Sin embargo, tras más de dos años de la entrada en vigor de MiFID II no hay ninguna

<sup>24</sup> [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_upreg](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg)



entidad autorizada como Proveedor de Información Consolidada.

ESMA ha reaccionado a esto en su informe, antes mencionado, “*On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*”. En concreto, ESMA propone la creación de una CT en tiempo real, si bien es consciente de que requerirá incrementar la calidad actual de los datos y que es un proyecto que llevaría años implementar.

Las razones de la actual ausencia de una CT son múltiples, pero todas tienen su raíz en las diferencias estructurales que existen entre el mercado europeo y los mercados donde a día de hoy opera una CT, tales como el mayor número de centros de negociación (170 centros de negociación de renta variable en Europa<sup>25</sup> frente a los 17 que hay en EE.UU) o las diferencias en determinados aspectos de la regulación.

Entre estas últimas, destacan las diferencias en la normativa respecto a lo que se conoce como “mejor ejecución”. Así mientras en EE.UU. la obligación de mejor ejecución se basa únicamente en la obtención del mejor precio para el cliente y la CT es el medio del que se valen las entidades para cumplir con dicha obligación, en Europa, además de considerarse el precio del instrumento financiero, se tienen en cuenta otros factores adicionales tales como los costes, la rapidez, la probabilidad de ejecución y de liquidación, el volumen o la naturaleza de la orden, de forma que la publicación de precios a través de una CT no resultaría suficiente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones de mejor ejecución de las entidades en el marco regulatorio europeo.

Una CT europea tampoco serviría para tomar decisiones de contratación, ya que la recepción, el tratamiento y la consolidación de

la información proveniente de un número tan elevado de fuentes de datos de mercado llevaría tiempo e implicaría un incremento en la latencia (i.e. el tiempo que tarda el sistema en recibir, procesar y difundir la información) lo que la haría inservible para la negociación en los mercados por aquellas entidades que requieren unos exigentes niveles de latencia en su operativa.

A la luz de los escasos usos previsibles de una CT, los limitados ingresos que ésta recibiría, las cuantiosas inversiones necesarias para implementar el sistema desde una perspectiva tecnológica y sus costes operativos, no es de extrañar que a la fecha ninguna entidad se haya postulado para operar como CTP, por no mencionar el estricto y detallado grado de regulación previsto en el marco normativo a este respecto lo que debilita, aún más si cabe, la viabilidad comercial de esta figura.

Los mercados regulados, a través de FESE, han sugerido la posibilidad de relajar los requisitos de la CT y permitir que sea un “*tape of record*”, es decir, un sistema que consolide y difunda al cierre de mercado la información de todas las operaciones acaecidas durante el día<sup>26</sup>. Esta configuración permitiría a su juicio, la viabilidad del CTP por varios aspectos:

- Los costes de operación e integración de la información serían una fracción mínima de los costes de una CT de tiempo real, al tratarse de información consolidada y difundida al final del día.
- Incluiría más información que una CT de tiempo real, ya que podría incluir operaciones que se han diferido hasta el final

<sup>25</sup> Fuente FESE.

<sup>26</sup> FESE Response to the ESMA consultation on the cost of market data and consolidated tape. September 2019. [https://fese.eu/app/uploads/2019/09/190906-Response-to-the-ESMA-consultation-on-the-cost-of-market-data-and-consolidated-tape\\_1.pdf](https://fese.eu/app/uploads/2019/09/190906-Response-to-the-ESMA-consultation-on-the-cost-of-market-data-and-consolidated-tape_1.pdf)



del día (e.g. operaciones de gran tamaño, de instrumentos ilíquidos, etc.).

- La información a fin de día se podría emplear, al igual que la información en tiempo real, para realizar comprobaciones relacionadas con la normativa de mejor ejecución. Por lo general, las entidades no realizan estas comprobaciones en tiempo real, las suelen hacer al fin de cada sesión, por lo que una *tape of record* sería una fórmula mucho más eficiente para este cometido.
- Sería más sencillo alcanzar una cobertura del 100% de instrumentos, ya que no dependería de que cada entidad desarrollase sus propios sistemas de entrega de información en tiempo real, sistemas que están sujetos a actualizaciones constantes y un mantenimiento mucho más costoso, sino que bastaría con el envío, al cierre del mercado, de un fichero con todas las negociaciones de la sesión.

Si finalmente se optase por una CT en tiempo real, ésta solo sería viable cambiando la normativa actual (tanto de Nivel I como de Nivel II) ya que conseguir una consolidación real y de calidad requiere un esfuerzo armonizador del reporte de información y eso conllevaría cambios en la actual forma de reportar de los centros de negociación y las APA, más allá de la exigencia actual.

Asimismo, se requeriría que el uso de dichos datos por parte de las empresas de servicios de inversión fuesen obligatorios como ha señalado ESMA en su ya referido informe sobre la evolución de los precios de mercado y del CTP publicado el 5 de diciembre de 2019.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mifid\\_ii\\_mifir\\_review\\_report\\_no\\_1\\_on\\_prices\\_for\\_market\\_data\\_and\\_the\\_equity\\_ct.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mifid_ii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf)

ESMA, en este sentido, y tras su proceso de consulta, expone qué elementos son necesarios para la creación y el adecuado funcionamiento de una CT, que considera tendría efectos muy positivos, en caso de establecerse finalmente.

#### c) Coste de los datos

Con el fin de limitar los costes de la compra de datos para los participantes en el mercado, MiFIR introduce el concepto de “Condiciones Comerciales Razonables” (CCR ó RCB, por sus siglas en inglés), que supone, entre otros aspectos, la obligación para los centros de negociación y los ya mencionados PSSD: (i) de publicar en sus webs los contenidos de sus productos de información y los costes incurridos en su generación; (ii) de difundir la información de manera no discriminatoria; (iii) de ofrecer los servicios de información de manera desagregada; (iv) de disociar los servicios de información de otros servicios ofrecidos por la entidad (e.g. contratación, conectividad, etc.); (v) así como de establecer unas tarifas basadas en el coste de producción y divulgación de los datos incluyendo, además, un margen razonable, concepto que plantea un cierto grado de ambigüedad.

En este aspecto, es importante destacar lo difícil que resulta separar los costes de contratación de los costes de generación y difusión de información, pues ambas actividades son lo que en microeconomía se conoce como productos conjuntos (*joint products*), es decir son resultado de un proceso conjunto que produce contratación y difusión a la vez, siendo imposible generar uno sin producir el otro.

Tras la entrada en vigor de MiFIR, a pesar de que las normas de Condiciones Comerciales Razonables se han cumplido en la mayoría de los casos, ciertos participantes han manifestado su dificultad para comparar entre las distintas fuentes las metodologías de costes y



las tarifas, así como su descontento por los elevados costes en que incurren por el acceso a la información de mercados, llegando algunas voces a pedir el establecimiento de controles o intervención pública de los precios en el área de los datos de mercado.

Asimismo, algún estudio afirma que la separación de coste de *trading* y de disponibilidad de datos puede haber llevado a (i) una competencia muy importante en reducir los primeros, para atraer volumen y (ii) probablemente encareciendo el segundo que el estudio califica de “monopolístico”, ya que los datos de un mercado solo los origina ese mercado.<sup>28</sup>

No obstante, otros autores han criticado el aludido estudio por basar sus conclusiones en el efecto que las tarifas actuales tienen sobre un tipo de usuario que dista de aquél que el legislador tenía en mente a la hora de concebir el régimen de CCR.<sup>29</sup>

Ante tales manifestaciones, la respuesta de los centros de negociación y, especialmente, de los mercados regulados ha sido la siguiente:<sup>30</sup>

- Los ingresos por difusión de información de los mercados regulados europeos apenas han crecido un 1% anual en términos reales en el período 2012-2018 (230M€ en 2012 vs. 245M€ en 2018).
- Las tarifas de acceso a la información de los centros de negociación no son más que una parte de la cadena de valor de la información financiera y suponen sólo

el 15% del coste que paga el cliente final. El 85% restante, correspondiente a otros intermediarios (proveedores de datos, de software, de conectividad), no se analiza porque está fuera del alcance de perímetro de MiFID II.

- El incremento del gasto en usos *non-display* (e.g. uso de la información por parte de sistemas informáticos, para crear índices, etc.) que han reportado los participantes de mercado simplemente refleja la tendencia del mercado a un menor uso de la información a través de pantallas (hay menos *traders*) y un uso *non-display* más intensivo (hay más *black boxes*, sistemas de Inteligencia Artificial (IA), etc.).
- El control de precios por parte de un regulador se ha dado en casos muy particulares en Europa, en sectores en los que hay una evidente falta de competencia o fallos de mercado, condiciones que no se cumplen en el sector financiero europeo, por lo que una intervención de este tipo sería desproporcionada e injustificada.
- La negociación transparente debe ser la norma y no la excepción y existe el riesgo de que una mayor regulación de la difusión de información desincentive la operativa en centros de negociación multilaterales y transparentes.

Como se ha evidenciado, hay posiciones contrapuestas a este respecto, habiendo reaccionado tanto ESMA como las autoridades nacionales a fin de intentar orientar en la forma de aplicar el marco normativo vigente, la previsible revisión del mismo y prever posibles nuevas líneas de actuación regulatoria en este ámbito.

Así, por un lado, como ejemplo, han llevado a cabo un esfuerzo coordinado por asegurar el cumplimiento de las obligaciones de

<sup>28</sup> Ambos aspectos se recogen en el informe denominado *Pricing of market data: a report commissioned by the Danish and Swedish Securities Dealers Associations 28 November 2018 (the “Copenhagen Report”).*

<sup>29</sup> Reg Pritchard. Rights Management Associates. <https://tabbforum.com/opinions/esma-and-market-data-fees-we-need-to-talk-about-value/>

<sup>30</sup> La Federación Europea de Bolsas publicó el *FESE non-paper on market data services. A rebuttal to the Copenhagen Economics Report “Pricing of market data”*.



dar acceso a la información con 15 minutos de retraso con carácter gratuito. Por otro lado, ESMA ha publicado el reiterado Informe nº 1 de los que debe remitir a la Comisión Europea dentro del proceso de revisión de MIFID II/R, en el que plantea que la regulación establezca como base del precio de los datos, el coste de los mismos, descartando la intervención de los precios de venta de éstos<sup>31</sup>, si bien propone ahondar en prácticas armonizadas, previendo que ESMA realice recomendaciones al respecto, que permitan incrementar el uso y comparabilidad de la información facilitada sobre el coste de datos.

### 2.3. MERCADO DE RENTA FIJA

Los problemas de calidad y accesibilidad señalados en el apartado anterior se dan también en el ámbito de la Renta Fija. A ello hay que añadir que la creación de una *Consolidated Tape* en Renta Fija resulta aún más complicada que en el caso de la Renta Variable, por la mayor diversidad de fuentes y heterogeneidad de datos disponibles.

Por otro lado, se percibe un notable incremento de los costes, consecuencia de la nueva regulación.

Sigue habiendo muchas dudas sobre la calidad de los datos en el área de la renta fija donde la gran diversidad de las fuentes complica la recepción, manipulación y acceso a los mismos incluso para los valores líquidos.

Un elemento relevante, que ya se apuntó en el Observatorio de 2018, es que para los valores líquidos los operadores consideran que la información de que disponían previamente a la implantación de MIFID II/R era suficiente

y por ello respecto de estos valores no se ha puesto de manifiesto una carencia de datos relevante. Podría decirse que en este ámbito MIFID II/R no se ha sentido como necesaria.

Es en el ámbito de valores menos líquidos y particularmente en el mercado de bonos corporativos donde más se ha sentido la falta de disponibilidad de datos de calidad, lo cual afecta al desarrollo de su función por parte de los creadores de mercado. Esto está afectando y puede afectar más en el futuro a la liquidez de estos bonos menos líquidos -respecto de los que resulta más complicado acreditar la mejor ejecución en los términos exigidos por MIFID II/MIFIR- lo que implica un efecto no deseable de la regulación.

A esto se añade que los datos que publican los centros de negociación sobre mejor ejecución tampoco están siendo de utilidad para los operadores.

A falta de datos fiables y que reflejen la totalidad de la negociación, no es posible acreditar el cumplimiento de este principio y este riesgo lleva a operar menos en estos valores.

Por otro lado, si bien se aprecia un cierto desplazamiento de la operativa de Renta fija hacia escenarios de negociación en mercados, con mayores grados de transparencia, se considera que este desplazamiento debería ser mayor y que deben buscarse mecanismos que permitan un acceso sencillo y lo más centralizado posible a los datos reales de las transacciones que se realizan -hoy- en muy diferentes sistemas, centros de liquidez y mecanismos de negociación.

La consecución de la mejor ejecución está planteando dificultades específicas ya que las plataformas de negociación tampoco pueden garantizar el mejor precio del mercado, dada la fragmentación en centros de negociación y dado que no se reflejan adecuadamente otros elementos tales como los costes de negociación o la calidad de la liquidación.

<sup>31</sup> ESMA 70-156-1606, de 5 de diciembre de 2019 - MiFID II/MiFIR Review Report No. 1 *On the development in prices for pre-and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments.*



La integración de las distintas fuentes de datos es, por tanto, una asignatura pendiente para la mejora de la calidad de los mismos, y lo cierto es que el tamaño de la transformación es tan importante que se hace muy grande el reto de la labor supervisora y reguladora para garantizar la calidad, idoneidad y transparencia de los datos recogidos.

Por último, como ya se expuso en el Observatorio del año 2018, la reforma regulatoria ha pretendido tratar de forma similar a diferentes tipos de clientes. Sin embargo, parece más adecuado separar los distintos tipos de clientes, ya que se trata de realidades económicas muy diferentes, donde los volúmenes de las operaciones y, por tanto los precios, no pueden ser referencia para operaciones de distinto tamaño.

#### 2.4. MERCADOS Y FINANCIACIÓN DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS.

La economía europea depende en gran medida de la financiación bancaria. La última crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer el capital en acciones y aumentar la diversificación de la financiación ajena del sector corporativo en Europa, como forma de tener un sector privado resistente y capaz de adaptarse de forma rápida y flexible a los nuevos retos que se presentan, especialmente en relación a la competencia global, al cambio climático y a la transformación digital.

Los mercados públicos -entendidos como centros de negociación organizados- tienen un papel esencial en la creación de riqueza para la sociedad.

Sin embargo, en las últimas dos décadas las salidas (IPOs y OPVs) tanto a Bolsa como a Mercados para pequeñas y medianas empresas en crecimiento, se han venido reduciendo, ya sea en términos de número de operaciones

corporativas o de volumen de capital conseguido en las operaciones de colocación (IPOs).

Ya en el año 2015 el *IPO Task Force* de la Federación Europea de Bolsas señaló que la reducción en el número de salidas se debía a que pequeñas y medianas compañías no están pudiendo optar al mercado. Las salidas a Bolsa seguían en parte funcionando para grandes compañías, pero estaban siendo cada vez menos atractivas para empresas de pequeño y mediano tamaño. La situación se ha agravado en los últimos años porque cada vez menos compañías medianas y pequeñas, y también grandes, optan por incorporarse a los mercados públicos de acciones<sup>32</sup>, ya sean mercados regulados o alternativos. Dado que los mercados bursátiles siguen creciendo en términos de capitalización las empresas cotizadas son en términos generales cada vez más grandes.

Las salidas a Bolsa dependen de un ecosistema complejo de numerosos agentes. Tradicionalmente, varios jugadores que constituyen el ecosistema de *brokers*, bancos, analistas, auditores, etc. se han unido para servir a empresas y hogares de distintas formas que sirvan a la economía en general.

Todo ello implica costes, por un lado, y exigencias regulatorias por otro. Dentro del proyecto de la Unión de Mercado de Capitales se han hechos esfuerzos en reducir estos últimos, particularmente procurando exigencias más ligeras en el ámbito del folleto informativo y del régimen de abuso de mercado.

Otro motivo esencial por el que las salidas a Bolsa se han reducido ha sido la creciente disponibilidad de fuentes alternativas de financiación. Un importante desarrollo de los últimos años ha sido la posibilidad de conseguir enor-

<sup>32</sup> El informe de Peel Hunt y QCA denominado "To be or not to be...a public company. The growing de-equitisation crisis. QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey" pone cifras en Reino Unido a esta realidad.



mes cantidades de dinero de forma privada, algo que antes no hubiera sido posible fuera de los mercados públicos.

Tradicionalmente, los fondos de capital riesgo y *private equity* eran un paso anterior al momento en que una empresa salía a los mercados. Sin embargo, en los últimos años esta situación ha cambiado y las operaciones de colocación privada han crecido sustancialmente en tamaño y facilidad de acceso de forma que compiten con los centros de negociación organizados.

Si los mercados públicos están abiertos a los inversores individuales y a que estos se beneficien del crecimiento de las empresas, los mercados privados están abiertos a menos participantes, donde los inversores minoristas no tienen acceso.

De alguna manera, las salidas a Bolsa permiten que las empresas financien su expansión y por tanto, favorezcan la creación de empleo.

Por otra parte, las compañías en mercados públicos están sujetas a unas reglas, exigidas tanto por la regulación como por las propias normas de funcionamiento de la Bolsa, que por supuesto, no se aplican a las compañías privadas.

Son en parte, estos requerimientos normativos que se exigen a las empresas para salir al mercado los que se han incrementado sustancialmente en los últimos años. Y esta situación supone una barrera por la que las empresas pueden elegir la opción de mantenerse en el mercado privado, donde no tienen la misma exigencia normativa, y de esta manera mantenerse al margen del escrutinio público y de las nuevas exigencias del gobierno corporativo.

En este sentido, Peel Hunt y QCA señalan que durante el ejercicio 2019 se ha evidenciado un proceso de “*de-equitización*” en Reino Unido, achacable en parte a los requisitos regulato-

rios incidiendo de manera apreciable el nuevo régimen de MIFID II.<sup>33</sup>

La falta de una cultura de inversión en mercados en Europa es también una barrera a la hora de desarrollar el ecosistema de salidas al mercado de pequeñas y medianas empresas. Muchos de los gestores de empresas tienen el concepto erróneo de que podrían perder el control de la compañía cuando abran su estructura accionarial. Así como ver debilitada la competitividad de la empresa cuando se apliquen unas normas de transparencia propias de una compañía cotizada.

No obstante, la financiación vía mercados públicos puede preservar el crecimiento independiente de una empresa y permitir a los accionistas originales mantener el control; y la transparencia de la empresa incrementa la confianza y construye su marca y reputación.

Adicionalmente, los mercados acreditan una referencia de precio que no existe en las inversiones privadas. Este es un elemento esencial de confianza para los inversores en caso de querer salir de su inversión.

Es preciso un programa a nivel europeo que resalte estos beneficios. Los componentes de un programa exitoso incluirían: liquidez para los inversores, confianza y participación (incluyendo acceso a mercados) e incentivos regulatorios (y la eliminación de desincentivos burocráticos).

En este sentido, se observa que las exigencias normativas en materia de comercialización de productos – reforzadas por MIFID II- pueden, en la práctica, retraer la comercialización de acciones o bonos con niveles de riesgo y liquidez propios de estos valores, limitando la participación de clientes minoristas.

A ello se suma el desincentivo que significa

<sup>33</sup> “*To be or not to be... a public company. The growing de-equitisation crisis. QCA/Peel and Hunt Mid and Small Cap Survey*”.





el alto nivel de litigiosidad que se observa para los intermediarios en relación con potenciales inversiones que involucran a inversores minoristas cuando se trata de valores poco líquidos, con mayores elementos de riesgo.

La nueva presidenta de la Comisión Europea ha anunciado que lanzará una estrategia para SME que se centre en el acceso a mercados de capitales. Ha anunciado la creación de un fondo público-privado especializado en salidas a Bolsa para la pequeña y mediana empresa, con una inversión inicial de la Unión que puede ser complementada por inversores privados.

Esta situación animaría a nuevos intermediarios y redes de intermediarios, a inversores que decidan coinvertir y suscitaría interés entre empresas que estén en la fase inmediatamente anterior a la salida a Bolsa. Si esta iniciativa tiene éxito, la propuesta podría cambiar la liquidez disponible para pequeños emisores y crear un ecosistema diferente.

Este tipo de iniciativas o similares, ya se han puesto en marcha en determinados jurisdicciones. Así, iniciativas en Reino Unido (Venture Capital Trust (VCT), Enterprise Investment Scheme (EIS)), Francia (Fonds Communs de Placement a Risques (FCPR), Plan d'Espargne en Actions destiné au financement del PME et ETI (PEA-PYME)) e Italia (Piani Individuali di Risparmio (PIR)) están teniendo un impacto apreciable y cuentan con beneficios fiscales, muy importantes dentro del proceso de fomento de la financiación, crecimiento y salida a mercado de SME.

El Grupo de Consulta considera que este tipo de iniciativas son muy adecuadas y debería explorarse su implantación en España.

### 3. ACTIVIDAD DE ANÁLISIS

Se confirman, con carácter general, las con-

secuencias del *unbundling* en la actividad de análisis que ya se apuntaron en el Observatorio de 2018.

Así, se ha producido una reducción en el número de entidades que realizan análisis de entidades y valores líquidos, y se observa una reducción de la atención prestada a los emisores más pequeños.<sup>34</sup>

Por lo que respecta a la cobertura de análisis de emisores con acciones líquidas, algunas grandes gestoras han interiorizado y asumido el gasto, sin repercutirlo a sus fondos o carteras gestionados.

Esto plantea dos cuestiones. Por un lado, ha implicado menores presupuestos y una reducción del dinero dedicado al análisis. No hay una percepción clara en este momento del efecto que ello tenga en la calidad del mismo y su posible proceso de *commoditización* - y, por tanto, en la calidad de las decisiones de inversión - si bien la reducción en el número de analistas y de análisis y la limitación severa del presupuesto para ello, puede anticipar un empeoramiento en su calidad<sup>35</sup>, ya que supone una reducción del talento dedicado a esta cuestión.

En todo caso, una menor cantidad y menor calidad de análisis perjudica conceptualmente la toma de decisiones para el inversor final y reduce la liquidez.<sup>36</sup>

<sup>34</sup> En enero de 2020 de las compañías del mercado continuo español había 29 sin cobertura de analistas y 14 con solo uno o dos. Fuente: Bloomberg.

<sup>35</sup> En el informe de la FCA no se aprecian evidencias claras al respecto, pero sí manifiesta que algunos emisores han manifestado temer que pueda ocurrir. El informe elaborado por Citigate Dewe Rogerson señala que *Overall, 52% of UK companies in its 11<sup>th</sup> Annual IR Survey reported a year-on-year decline in the number of analysts covering them and 38% reported a fall in the quality of research. For European companies excluding the UK, the figures were 39% and 20%, respectively.* Se trata, por tanto, de un tema relevante.

<sup>36</sup> El informe de Peel Hut y QCA mencionado, incide en la percepción del 79% de los inversores en Reino Unido,



Por otro lado, se pone de manifiesto en el informe de la FCA<sup>37</sup> que algunos participantes en la consulta plantearon dudas acerca de si esta asunción de costes planteaba alguna cuestión desde el punto de vista de la competencia.

Por lo que respecta a la actividad de análisis sobre acciones menos líquidas y de emisores pequeños y medianos, la percepción del Grupo de Consulta es que se está produciendo una reducción en el análisis disponible<sup>38</sup> y que esto afecta de forma relevante a la visibilidad de las entidades más pequeñas en el mercado para que inversores se fijen en ellas y reduce su nivel de liquidez, ya limitado de por sí.<sup>39</sup>

Esto se considera que es un problema en un escenario como el de la Unión del Mercado de Capitales, donde se pretende promover el acceso al mercado por parte de emisores de tamaño más pequeño, las SME.

Ante esta realidad, se empieza a desarrollar la actividad del denominado “sponsored research”, esto es, de análisis que paga el propio emisor. Esto supone una línea de desarrollo de negocio específica para *brokers* o intermediarios, donde pueden desarrollar una actividad

muy relevante, y de hecho está permitiendo actividades de análisis más baratos y accesibles realizados por pequeños *brokers*.

El “sponsored research” requiere, por otro lado, una mayor atención a los potenciales conflictos de interés.

Esta es una actividad que se viene desarrollando hace tiempo en Reino Unido<sup>40</sup> pero está empezando a desarrollarse en España.

Todos estos elementos hacen que este tema sea un tema cuya evolución deberá observarse de cerca para entender exactamente hacia dónde va la realidad y si ésta requiere algún tipo de intervención regulatoria o supervisora.

En todo caso, a día de hoy, sí se puede asegurar que requiere atención regulatoria el hecho de que se produce y se puede producir de forma más acusada, una reducción de análisis para las pequeñas y medianas empresas, lo que opera y operará potencialmente como un límite para su apetito de acceso al mercado y para su liquidez y mantenimiento en el mismo.<sup>41</sup>

Por todo lo anterior, el Grupo de Consulta considera que hay áreas en las que incidir regulatoriamente de forma urgente -facilitar más análisis para las SME- y que toda reducción en el coste del análisis debe ser acompañada de una evaluación de si se produce por ser más barato el mismo producto, o por recibir un producto de menor calidad, dentro del proceso de toma de decisiones por los inversores.

Esta es una cuestión a la que hacer seguimiento.

---

de que MIFID II ha producido una reducción significativa en la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, así como la percepción en el 54% de ellos de que el análisis de estas compañías se ha visto reducido y un 78% que prevé que se reducirá más aún en los próximos doce meses.

<sup>37</sup> FCA (Multi firm review of research unbundling research).

<sup>38</sup> En el informe de la FCA (*Multi firm review of research unbundling research*) se menciona que no se ven efectos relevantes en cuanto al nivel de análisis respecto de las SME negociadas en el mercado- lo que puede deberse a la práctica allí extendida del “sponsored research” como se menciona más adelante en este trabajo- pero que sí se ha planteado esta reducción de análisis de SME por parte de algunos participantes en la consulta. El informe de Citigate Dewe Regoerson apunta a que sí pueda haber tales efectos.

<sup>39</sup> El Fondo Monetario Internacional señala también este punto como algo relevante y recomienda “*addressing challenges to the affordability of research on small issuers and unlisted firms*” en su documento de septiembre de 2019 denominado “*A Capital Markets Union for Europe*”.

---

<sup>40</sup> Es posible que la percepción de que no se ha producido reducción en el análisis de las SME en Reino Unido que refleja el informe de la FCA podrá tener que ver con que las SME allí están ya cubiertas en cuanto a su análisis de esta manera.

<sup>41</sup> En este sentido se pronunció recientemente Sebastián Albella, presidente de la CNMV española, valorando como posible esta opción en una revisión de MIFID II/R.Y en este sentido también el reciente informe de la AMF francesa con su propuesta para la promoción del análisis.



#### 4. EFICIENCIA, COSTE Y ESCENARIO EN *POST TRADING*

El ámbito del *post trading*, se han realizado avances significativos, de lo que son ejemplo la reforma de sistema de compensación, liquidación y registro nacional, y el acceso de Iberclear a T2S.

Ello ha significado para todos los involucrados- entidades, infraestructuras, supervisores y reguladores- muy significativos esfuerzos.

A las mencionadas reforma y acceso a T2S, se suman la implementación de la normativa contenida en el Reglamento EMIR<sup>42</sup> y más recientemente en el Reglamento CSDR.<sup>43</sup>

Sin embargo, aún son muchos y variados los retos que tiene el sector en cuanto a armonización e implementación de nuevas regulaciones, como veremos.<sup>44</sup>

Adicionalmente, la atención e inversión en ciberseguridad es un elemento que también afecta sensiblemente al sector. En este tema, el Banco Central Europeo ha tomado un papel activo e impulsor de medidas de protección y de resolución en caso de producirse un ataque severo que ponga en peligro la continuidad del servicio, lo cual se considera oportuno y positivo, si bien requiere adicionales esfuerzos, medios y costes.

Todos los esfuerzos desplegados en los últimos años y los que previsiblemente deban

realizarse en breve, dibujan un panorama de fatiga regulatoria en esta materia.

Desde el punto de vista de negocio, se confirma que la evolución del mercado, con una reducción de márgenes, se orienta a modelos de negocio en que es necesario incrementar el volumen. Esto se percibe tanto desde la perspectiva de las entidades como las infraestructuras. A esto se le añade la previsible necesaria inversión adicional en nuevas tecnologías en un futuro potencialmente cercano.

Se trata de un mercado con altos niveles de competencia que afecta también, en sus respectivas operativas, tanto a los Depositarios Centrales de Valores, como a los intermediarios que vienen prestando servicios de enlace entre sistemas y a los bancos centrales, incluido el sistema T2S.

Todo ello lleva a pensar en procesos de integración o compra de negocio para adquisición de volumen, en el futuro.

Los aspectos regulatorios, estructurales y de negocio se incardinan en una única realidad en que se desenvuelve el *post-trading* a nivel de la UE y afecta tanto a infraestructuras como a operadores, reguladores y supervisores.

Algunos aspectos requieren especial atención. Así:

- La entrada en vigor de la regulación sobre disciplina en la liquidación de CSDR pone la eficiencia en la liquidación en un primer plano de importancia. Esto hará necesario que los diferentes sistemas analicen su eficiencia actual y los elementos que pueden ayudar a su mejora.

Esto es aplicable al sistema español de compensación y liquidación que se encuentra en proceso de adaptación al nuevo régimen de disciplina de la liquidación. En septiembre de 2020 entra en vigor la normativa de desarrollo de los artículos 6 y 7 del mencionado Reglamento de

<sup>42</sup> Reglamento 648/2012, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones

<sup>43</sup> Reglamento 909/2014, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012

<sup>44</sup> A esto es previsible que haya que añadirle en España la implementación de un complejo sistema de gestión para el anunciado impuesto a las transacciones financieras.



Depositorios Centrales de Valores (CSDR), relativa a la denominada disciplina en la liquidación, que persigue incentivar la eficiencia en la liquidación, mediante el seguimiento y análisis de las causas de los fallos liquidatorios, su penalización y, en última instancia, la recompra (o reventa) de los valores no liquidados en fecha y que pasados unos días predeterminados, según tipo de valor, habrá que ejecutar.

Una vez más se observa que el desarrollo normativo de la legislación de Nivel I que en la teoría puede resultar adecuada y teóricamente oportuna, cuando se entra en los detalles de desarrollo normativo de los niveles dos y tres, en la práctica resulta de una complejidad altísima, que pueden incluso poner en peligro los objetivos normativos perseguidos por la legislación de más alto nivel. Así, también en esta cuestión ESMA tiene pendiente de aclarar importantes aspectos técnicos que son necesarios para que el sector empiece a desarrollarlos.

En este escenario, asociaciones de miembros y participantes en mercados<sup>45</sup> han explicitado, en carta dirigida a ESMA y a la Comisión Europea, su preocupación por los efectos en la liquidez de los distintos mercados como consecuencia del régimen obligatorio de recompras, solicitando un retraso en su implantación, así como que se convierta en opcional.

La entrada en vigor de este nuevo régimen, por otro lado, está sujeta a clarificación, por cuanto a pesar de que la entrada en vigor del Reglamento está legalmente establecida para el 14 de septiembre de 2020, la plataforma técnica T2S sólo estará en disposición de realizar los cálculos de las penalizaciones correspondientes en noviembre de 2020, y ESMA ha propuesto que la entrada en vigor se demore hasta febrero de 2021. Sin embargo, a fecha

de redacción de este trabajo, la Comisión Europea no ha confirmado que los Depositorios Centrales de Valores no sufrirán ninguna consecuencia negativa de este retraso.

-Por lo que se refiere a la continuidad de los trabajos de armonización y mejora dentro del proyecto T2S, el Banco Central Europeo está teniendo un papel muy activo en el desarrollo de proyectos que afectan al sector de la liquidación. Tras la implantación de Target2 Securities (T2S), cuya última ola de migración se implementó en septiembre de 2017, el BCE ha anunciado una serie de proyectos en el ámbito de valores.

Entre ellos, aparte del ya señalado en relación con el cálculo de penalizaciones, cabe señalar los siguientes:

- La Consolidación en la Plataforma de T2S del sistema de pago Target2 (T2/T2S Consolidation), que se llevará a cabo en noviembre de 2021, que persigue unificar el mundo de los pagos y los valores, bajo una misma plataforma técnica (T2S), con el previsible ahorro de costes de operación y mantenimiento.
- El “*Eurosystem Collateral Management System*” (ECMS), que permitirá armonizar las prácticas de intervención monetaria de cada uno de los bancos centrales nacionales que forman parte del Eurosistema y se prevé su implantación en noviembre de 2022.
- A estos proyectos hay que sumar las actualizaciones anuales del software de T2S y de Swift, los distintos procesos de armonización provenientes de grupos como el CASG (Corporate Actions Steering Group), CAJWG (Corporate Action Joint Working Group) y el CMH-TF (Collateral Management Harmonization Task Force).

<sup>45</sup> Incluidos AFME, ICMA, AFTI, ISLA, EBF, AGC, entre otros.



Si bien el sector está claramente a favor de avanzar en la vía de mayor armonización, eficiencia y seguridad, tal y como exigen los poderes públicos europeos, comienza a sentirse un cierto cansancio.

Además, el sector de la compensación, liquidación y registro ha llevado a cabo, durante los últimos años, un ímprobo esfuerzo de armonización y adaptación a los estándares de T2S y de los grupos antes mencionados relacionados con eventos financieros y juntas generales de accionistas, y se ha avanzado, con todo ello mucho en los procesos de armonización, lo cual se considera muy positivo.

Pero existe sin embargo, la percepción de que, a pesar de las iniciativas llevadas a cabo por el BCE, persisten barreras de naturaleza regulatoria en el sector de la post-contratación. Así, se identifican cuestiones fiscales, de conflicto de leyes, de derechos de propiedad, así como las leyes de insolvencia y concursales de los Estados miembros.

- El coste del *post-trading* ha sufrido un incremento, también con la implementación de T2S, gestionado por el Banco Central Europeo (BCE). Esto plantea un problema de mayor coste de transacción y de reducción de márgenes para las infraestructuras y entidades.

Así, el 1 de enero de 2019 el BCE incrementó las tarifas que cobra a los Depositarios Centrales de Valores por el uso de la plataforma técnica de liquidación T2S de media un 40%, con algunas tarifas incrementadas hasta en un 57%, con el objetivo de cubrir costes, por cuanto el servicio era deficitario al no cumplirse las previsiones de operativa liquidada.

A ello hay que añadir que, no sólo T2S ha encarecido la liquidación doméstica en algunos casos, sino que tampoco ha cubierto las expectativas de uso transfronterizo que se habían anunciado. Hoy por hoy, el empleo de los enlaces entre Depositarios Centrales de Valores sigue siendo mínimo, aproximada-

mente de un 1,5% de las transacciones liquidadas en T2S.<sup>46</sup>

- El BCE ya presta atención a los posibles desarrollos tecnológicos, evaluando el papel que tecnologías DLT pueden tener en el futuro en el ámbito del post trading.<sup>47</sup> Esto se produce cuando, como se ha señalado, el coste de puesta en marcha de T2S está lejos de haber sido cubierto, lo que plantea un elemento adicional de preocupación a operadores e infraestructuras.

Y ello por el temor de que el corazón de la liquidación de los valores europeos se pueda basar en una plataforma técnica recientemente creada, bajo las premisas de una tecnología que puede quedarse obsoleta en pocos años, dada la velocidad de los avances tecnológicos.

Adicionalmente, esta plataforma está aún pendiente de amortizarse, a lo que hay que añadir los costes de cada uno de los actores privados intervinientes en T2S.

Todo esto es particularmente relevante teniendo en cuenta que, en un mundo globalizado, el sector europeo tiene que competir, no ya sólo con el tradicional mercado norteamericano y japonés, sino con los nuevos entrantes como China, Hong Kong, Singapur, los Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudí, Australia, etc...

Por otro lado, cada vez son más las voces que demandan un enfoque jurídico armonizado que permita al sector aprovechar las posibilidades que los “crypto-activos”, los “contratos inteligentes” y “las bases de registro distribuidas” podrían proporcionar.

Sin duda, son temas que requieren un sosegado análisis y debate y, también, un enfoque común, al menos en el seno de la Unión Eu-

<sup>46</sup> Fuente Banco Central Europeo: “T2S Annual Report 2018”.

<sup>47</sup> Documento del Banco Central Europeo sobre *Distributed ledger technologies in securities post-trading*



ropea, que permita avanzar al sector hacia un futuro basado en las nuevas tecnologías, como no puede ser de otra manera.

Pero al mismo tiempo, es imprescindible que se haga de forma ordenada y segura, preservando las ventajas en cuanto al buen orden, funcionamiento y seguridad jurídica que, durante los últimos años, algunos con crisis financieras de gran calado, las infraestructuras de los mercados de valores han ofrecido a los diferentes actores en los mismos, desde los inversores a los emisores.

Así, las nuevas tecnologías deberán implementarse cuando evidencien ventajas o efectos positivos, por un lado, y tengan el adecuado nivel de madurez, seguridad y eficiencia, por otro.

-Como ya se ha apuntado más arriba hay nuevas regulaciones que implementar sobre materias que afectan al sector de la liquidación y el registro de valores.

Así, la entrada en vigor del Securities Financial Transactions Regulation (SFTR) -si bien se producirá de forma escalonada dependiendo del tipo de operadores- que obliga el reporte de, básicamente, repos y préstamos de valores, a un Repositorio de Transacciones (*Trade Repository*), cuya implementación está pendiente de clarificar determinadas dudas al respecto.

En septiembre de 2020 entrará también en vigor otra pieza legislativa relevante una vez transpuesta la Directiva en cada Estado Miembro de la Unión Europea, la Shareholders Right Directive 2 (SRD2), que obligará a todos los intermediarios de la cadena de valor a facilitar al emisor que lo solicite, la identificación de sus accionistas. Asimismo, obligará a facilitar a los inversores el derecho de voto en las Juntas Generales y a la obtención de la confirmación de haber realizado, efectivamente, dicho voto.

-Por último, habrá que hacer seguimiento

a una reciente iniciativa del BCE denominada European Distribution of Debt Instruments (EDDI), donde propone un mecanismo único y centralizado por el BCE para el alta en mercado primario de las emisiones de renta fija de la UE, incorporando armonización y un único punto de entrada para emisores e inversores.

Si bien hay elementos que esta iniciativa identifica que pueden mejorarse dentro de los mercados de la UE -ahora sin Reino Unido- esta iniciativa se considera que puede implicar la creación, de facto, de un único depositario central de valores de renta fija. Sobre si esta debe ser o no una función del BCE hay diferentes posiciones.

Esta sensación se ha puesto de manifiesto en las respuestas a este nuevo proyecto presentado por el BCE. De las 56 respuestas publicadas (del total de 70) antes de la fecha límite, 9 de julio de 2019, se constata que el mercado está claramente dividido y no concita la unanimidad que concitó en su momento, el proyecto de T2S.

Todavía se está a la espera de que el BCE publique sus conclusiones y su recomendación al Consejo de Gobierno del BCE, sobre si arrancar este proyecto y con qué alcance, lo cual, teniendo en cuenta que la consulta se cerró hace tiempo, es indicativo de lo anterior.

## 5. AFECTACIÓN AL MODELO Y PERFIL DE INTERMEDIARIOS

En el Módulo del 2018 ya se puso de manifiesto que un posible efecto de la regulación era que solo intermediarios de gran tamaño podrían mantener un modelo de negocio rentable.

Esto, obviamente, puede implicar una reducción del número de operadores, con lo que ello implica.



En este sentido, Sebastián Albella, Presidente de la CNMV española, incidió recientemente en la importancia de contar con un sector independiente especializado en los servicios de inversión, lo más potente posible.<sup>48</sup>

- Son varias las causas que pueden explicar los menores ingresos y potencial reducción del número y perfil de operadores, en el ámbito de la intermediación. Así, (i) el nivel de madurez del mercado, (ii) las altas exigencias tecnológicas -derivadas, entre otros, de la aplicación del régimen de mejor ejecución- y, por tanto de inversión y de coste, que hacen que entidades más pequeñas no tengan capacidad financiera para afrontarlas y competir; (iii) la reducción de márgenes que implica que solo las entidades capaces de desarrollar un negocio basado en volumen puedan ajustar sus cuentas de resultados, (iv) la reducción del tamaño del mercado o (v) el incremento de los costes regulatorios que operan como barrera de entrada al tiempo que- conjuntamente con otros elementos- como puerta de salida.

Este último punto, pone de relevancia la importancia de la aplicación del concepto de proporcionalidad como algo esencial y estratégico.

Por otro lado, no se conoce a nivel de la Unión Europea un análisis sobre todos estos aspectos, su influencia en la realidad de los intermediarios en el mercado de valores y, en general, en la industria vinculada a los mercados de valores.

-En el ámbito de los servicios de *corporate*, los *brokers* están girando una mayor atención hacia ellos a la vista de la reducción de los ingresos por intermediación.

Es importante aquí valorar el papel que cumplen -y que se quiere que cumplan- estos

*brokers* y otros intermediarios en el mejor y más fluido acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado.

Parece claro que se trata de entidades financieras para las que esta actividad puede ser realmente una actividad atractiva y rentable, por formar parte de su objeto social y de su línea de negocio relevante.

En este sentido, parece que puede ser relevante el papel que juegue o deba jugar la verdadera existencia de un *business case* para *brokers* o intermediarios financieros en preparar, acompañar, y dar liquidez y análisis a estas empresas en su salida a financiarse vía mercado, y en general respecto de la estructura de la industria que pueda dar soporte a este desarrollo.

-Preocupa, por tanto en conjunto, que se pueda destruir parte de un tejido industrial -tanto en intermediación como en *corporate*- que pudiera manifestarse necesario en el futuro para garantizar altos niveles de competencia, sofisticación e innovación de la industria, en un mercado de valores europeo más desarrollado.

El Grupo de Consulta considera que este debe ser un aspecto a que prestar atención por parte de reguladores y supervisores en un escenario de promoción del desarrollo de los mercados de capitales en la Unión Europea.

## 6. ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL BREXIT

Es innegable que la salida de Reino Unido de la UE va a tener implicaciones muy relevantes para los mercados y sus operadores.

Aspectos preparatorios en lo que toca a los supervisores- reconocimiento de infraestructuras, gestión de la nueva realidad de datos por parte de ESMA- y las infraestructuras- con elevadas inversiones para prever cualquier es-

<sup>48</sup> Sebastián Albella en la clausura del XXVI Encuentro del Sector Financiero.



cenario posible- han requerido esfuerzos muy importantes y se han desarrollado de la forma necesaria. Estos aspectos, por tanto, no preocupan, en principio, siempre y cuando los procesos de reconocimiento de infraestructuras finalicen adecuadamente, en particular de las Entidades de Contrapartida Central británicas.

En caso contrario, este sí sería un tema de seria preocupación.

Por otro lado, a nivel nacional, se aprobó el Real Decreto Ley 5/2019 para prever los efectos de un Brexit sin acuerdo y la CNMV publicó para dar mayor seguridad y confort a los operadores un documento de Preguntas y Respuestas.

Más allá de los temas regulatorios y legales, por tanto, el Grupo de Consulta considera que debe prestarse especial atención al escenario que va a quedar tras el Brexit en el mercado de la Unión Europea, en relación con el mercado UK, y en concreto, las posibles asimetrías regulatorias.

Y en este sentido, se señalan dos elementos a prestar atención:

- El Brexit pone de manifiesto más aún, la importancia del proyecto de Unión de Mercado de Capitales y, en general, de avanzar en mercados eficientes y competitivos en todos sus aspectos, en la Unión Europea. Debe avanzarse, por tanto, en los aspectos que hagan el mercado más competitivo en todos los terrenos, y esto es responsabilidad de todos, pero también de reguladores y supervisores que deberían integrar la competitividad entre sus objetivos.
- Existe un riesgo de asimetría que preocupa a los operadores. La existencia de un trato asimétrico por parte de la regulación o de los supervisores en UK y en la UE pue-

de resultar muy dañino para el desarrollo de la industria y de los mercados en esta última. En cierto modo esto se relaciona con el punto anterior.

Es esencial que se esté atento a este riesgo para conjurarlo y garantizar igualdad de oportunidades y de operativa, y por tanto, competitividad, para inversores, operadores, gestores, infraestructuras e industria en general, tras el Brexit.

## 7. CONCLUSIONES

- Como ya se señaló en el Observatorio del 2018, se comparten los objetivos declarados de MIFID II/R, en cuanto a incrementar la transparencia en los mercados y mejorar el proceso de formación de precios.
- Sin perjuicio de lo anterior, se sigue poniendo de manifiesto que tales objetivos no se están alcanzando debido a determinados efectos de la actual regulación, tales como:
  - Excesiva fragmentación del mercado de renta variable, con poca proporción del total de volumen participando en los procesos de formación de precios, llevando la negociación a formas de negociación o centros de liquidez que no participan en ellos (*dark pools*, IS, Subastas Periódicas).
  - Se observa una reacción regulatoria y supervisora -por parte de ESMA y en el proceso de revisión de MIFID II/MIFIR por la Comisión Europea- que pretende atender y evitar este efecto. Estas reacciones merecen una valoración muy positiva en principio, y habrá que esperar, en algunos casos a su de-





finición concreta, y en todo caso, a su aplicación práctica.

- La calidad y accesibilidad de datos del *trade reporting* continúa planteando problemas, tanto en el ámbito de la renta variable, como de la renta fija. El coste de los datos es asimismo un tema objeto de discusión en el momento actual, cuya evolución deberá seguirse en los próximos meses, teniendo en cuenta también la posición de ESMA en su informe a la Comisión Europea.
  - En Renta Fija, la falta de acceso a datos de calidad impide conocer la realidad del mercado y cumplir adecuadamente con el principio de mejor ejecución respecto de valores menos líquidos, desincentivando así, su contratación, lo que implica reducir la liquidez ya de por sí reducida. Esto afecta, de manera más relevante al mercado de bonos corporativos.
- Se observa un crecimiento muy relevante de la financiación en mercados privados de empresas de todos los tamaños, y en particular de SME, en forma de capital y también de deuda corporativa, respecto a la financiación a través de mercados públicos. Se considera que deben ponerse adecuadamente en valor las cualidades de transparencia, formación de precios, liquidez y gobierno corporativo que ofrecen los mercados públicos.
- En particular, la financiación de SME a través de mercados se considera muy positiva y deben explorarse mecanismos específicos -ya algunos de ellos en funcionamiento en mercados como Reino Unido, Francia o Italia- con incentivos de naturaleza fiscal.
- El *unbundling* en relación con los informes de análisis está alterando todo el mercado

de análisis. Mientras en relación con el análisis de emisores o emisiones líquidos se plantean algunas cuestiones relativas al nivel de cantidad y calidad disponible y al régimen de competencia, en relación con emisores o emisiones menos líquidos se plantea que el análisis, que es necesario para hacer a las entidades pequeñas y medianas visibles para el mercado, está encontrando serias dificultades, precisamente en un escenario de política regulatoria donde lo que se persigue es la promoción de la financiación vía mercados para las SME.

Este tema precisa una reacción rápida por parte de los reguladores.

Dado que lo anterior está llevando a una reducción del análisis de estos emisores está surgiendo y creciendo la actividad del “sponsored research”, donde el análisis es financiado por los propios emisores, lo que, conjuntamente con promover una adicional fuente de negocio para los *brokers*, puede plantear potenciales situaciones de conflicto a las que atender.

- Es esencial que se progrese lo más posible en los niveles de eficiencia en los procesos de *post-trading*. La entrada en vigor del régimen de disciplina en la liquidación, previsiblemente en febrero de 2021 tal y como propone ESMA, así lo requiere. Infraestructuras, pero también reguladores y supervisores tienen que orientarse conjuntamente a ello.

En relación con este tema es importante que ESMA clarifique determinados aspectos. Por otro lado, preocupan a la industria los efectos que sobre la liquidez de los distintos mercados pueda tener el régimen obligatorio de recompras que el CSDR establece para el caso de fallidos en la liquidación, y se ha solicitado un retraso en su implantación, así como que se conviertan en algo opcional.



- En el ámbito del *post trading*, el mercado español ha registrado muy relevantes mejoras y avances.

Ello ha requerido mucho esfuerzo y dinero por parte de todos los operadores e infraestructuras españoles.

Además, son muchos y variados los ámbitos en que la regulación y los procesos de armonización a nivel europeo aún requieren adicionales esfuerzos y dedicación de los operadores en este ámbito, si bien la falta de armonización en aspectos tales como el régimen fiscal, el de propiedad o el concursal siguen siendo hoy barreras para la mejora del *post trading* en Europa, que deberán atender los poderes públicos.

Se percibe en este ámbito fatiga regulatoria. A lo que se debe añadir un incremento de los costes regulatorios.

Se ha incrementado la competencia, y desde el punto de vista de desarrollo del negocio, parece que el mismo evoluciona a modelos donde el volumen sea determinante por los reducidos márgenes, lo que puede implicar integraciones o procesos de compra. Sin excluir la aparición de nuevos modelos de negocio disruptivos basados en nuevas tecnologías como DLT.

- Se considera que es el momento adecuado para evaluar los elementos que pueden incidir en la reducción o desaparición de determinados operadores, y en general de la definición de sus perfiles y de la industria -tanto en intermediación como en *corporate* y otras actividades- dentro del proceso de promoción de los mercados de capitales en la Unión Europea, velando en todo momento por los mayores niveles de competencia, sofisticación, e innovación.
- En el momento actual, la principal preocupación que plantea el Brexit, es que se

pueda dar una asimetría y una competencia reguladora/supervisora entre el régimen de las entidades, inversores, infraestructura e industria en general en la UE y en el Reino Unido.

La UE debe estar atenta a conseguir, en este sentido, un conjunto de mercados públicos, operadores, industria, inversores, infraestructuras, gestores, más competitivos, alineando la actividad regulatoria y supervisora con este objetivo.