



# La directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID) y su impacto sobre los mercados de valores

**RAMÓN ADARRAGA MORALES** (\*)

## 1. INTRODUCCIÓN

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID, por sus siglas en inglés) fue aprobada el 21 de abril de 2004 y, junto con sus normas de desarrollo, entró en vigor el 1 de noviembre de 2007.

Para llegar a este punto fue necesario recorrer un largo camino que tuvo su punto de partida en la aprobación por la Comisión Europea, en mayo de 1999, de un “Plan de Acción de Servicios Financieros” (FSAP), que introdu-

cía cuarenta y dos medidas orientadas al establecimiento de un mercado financiero único eficiente. La revisión de la Directiva de Servicios de Inversión (ISD), que era la norma que regulaba hasta entonces esta área de actividad, se encontraba entre los desarrollos del primer objetivo estratégico: un mercado mayorista único en la Unión Europea.

Hay que recordar, por lo que se refiere a la técnica legislativa, que el desarrollo de las directivas derivadas del FSAP se llevó a cabo de acuerdo con el denominado “procedi-

---

(\*) Director de Relaciones Internacionales de BME – Bolsas y Mercados Españoles.

miento Lamfalussy”, según lo establecido en el Informe final del Comité de sabios publicado en 2001. Este procedimiento divide el proceso legislativo en cuatro niveles:

1. Principios marco, plasmados en normas de primer nivel (Directivas).
2. Medidas de implementación, recogidas en normas derivadas (Directivas o Reglamentos).
3. Cooperación reforzada entre reguladores y supervisores, encargados de elaborar guías de implementación, recomendaciones, parámetros de interpretación de la norma y estándares comunes.
4. Medidas de aplicación y ejecución (enforcement).

La primera consulta sobre las modificaciones necesarias a la vigente ISD se publicó en julio de 2001 y, desde ese momento y hasta su entrada en vigor definitiva, la Directiva fue objeto de un prolijo proceso de consultas, talleres y audiencias públicas, impulsadas tanto por la Comisión Europea como por el organismo colegiado de supervisión de valores, el Comité de Reguladores Europeos de Valores (CESR, por sus siglas en inglés).

## 2. ¿QUÉ REGULA LA MiFID?

La MiFID regula la prestación de determinados servicios y actividades de inversión por parte de las denominadas empresas de servicios de inversión (ESIs) y los mercados regulados (RMs). Entran en su ámbito de aplicación tanto los servicios principales (desde la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes hasta la gestión de plataformas de negociación, pasando por el asesoramiento o la gestión de carteras) como los considerados auxiliares (administración y custodia de títulos, informes y análisis, servicios de financiación y aseguramiento, etcétera) que tengan como objeto cualquier instrumento financiero (acciones, bonos, derivados, participaciones en fondos, swaps, etc...)

La directiva establece un régimen de autorización de actividad que consagra el denominado pasaporte europeo en virtud del cual una ESI puede ofrecer libremente sus servicios en todos los países de la Unión una vez haya sido autorizada en uno cualquiera de ellos. Asimismo, diseña un escenario de competencia en el ámbito de la contratación, aboliendo el llamado principio de concentración<sup>(1)</sup> al introducir, junto a las tradicionales bolsas de valores, dos nuevos tipos de centros de negociación: los sistemas multilaterales de negociación (SMNs) y los internalizadores sistemáticos (SIs). Los primeros son plataformas

multilaterales de acceso universal y no discriminatorio que operan teóricamente en las mismas condiciones que las bolsas, aunque sin la función de cotización (listing). Son, mutatis mutandis, el equivalente europeo de los sistemas alternativos norteamericanos (ATSs o ECNs). Los internalizadores sistemáticos son ESIs que, con respecto a un número limitado de instrumentos elegidos por ellas mismas, ejecutan órdenes de clientes contra su cuenta propia. El espíritu de la directiva consiste en recoger bajo esta categoría la operativa OTC susceptible de ser canalizada.

Es necesario aclarar que un cuarto ámbito de negociación, el del tradicional mercado OTC, está explícitamente reconocido en el considerando 53 de la directiva, en el que se habla de “un mercado paralelo, entre cuyas características se hallan su carácter ad hoc e irregular y el hecho de que se realizan con contrapartes al por mayor, y que son parte de una relación comercial que se caracteriza por transacciones que exceden del volumen estándar del mercado, y en la que las transacciones se realizan fuera de los sistemas que normalmente utiliza la empresa de que se trate para sus actividades como internalizador sistemático”.

En consecuencia, la MiFID da un vuelco drástico a las condiciones en que se desenvolvía hasta entonces la industria de valores, introduce la competencia en un sector gestionado tradicionalmente y con éxito por operadores nacionales y apunta hacia el ámbito europeo mediante el pasaporte. Resulta obvio que un esquema así conduciría a la fragmentación del mercado, con los riesgos que ello comporta tanto para su integridad como para la protección de los inversores. Para evitar tales peligros, la directiva incorpora una serie de disposiciones sobre las condiciones operativas de las ESIs, sus normas de conducta y la estructura del mercado.

a) Las ESIs están sometidas a un régimen de autorización, cuyas condiciones serán revisadas periódicamente, y a supervisión continua. Deben ajustarse a unos requisitos mínimos de capital y dotarse de medios técnicos y humanos suficientes para el desempeño de su actividad. La subcontratación de sus funciones operativas no puede comprometer sus mecanismos de control interno o los de supervisión. Tienen la obligación de mantener registros de todas las transacciones y servicios prestados, garantizar la segregación y recta custodia de los activos de sus clientes y contar con una unidad de cumplimiento normativo. Asimismo, tienen el deber de identificar y resolver los posibles conflictos de interés con sus clientes poniendo todos los medios a su alcance para evitarlos, gestionarlos si no se pueden evitar y revelar en todo caso su existencia al cliente.

b) Con respecto a las normas de conducta que garanticen la protección del inversor, la directiva define tres categorías:

(1) El principio de concentración –concentration rule–, según el cual toda compraventa de instrumentos financieros no bancarios debía ser realizada en el mercado oficial (generalmente la bolsa de valores), regía la actividad de la negociación de valores en la mayoría de los países europeos hasta la entrada en vigor de la MiFID.

- Profesionales: entidades de crédito, ESIs, compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, otros inversores institucionales, etc..

- Contrapartes elegibles: clientes profesionales con respecto a los que los intermediarios, cuando provean servicios de recepción y transmisión de órdenes, están exentos de las disposiciones relativas a la gestión de órdenes, mejor ejecución y normas de conducta.

- Minoristas: por exclusión, los no profesionales.

Los intermediarios deben asegurarse de la idoneidad del cliente (situación financiera, nivel de conocimientos, experiencia e historial inversor, etc.) cuando le ofrecen un producto o servicio, obligación aquilatada en función del tipo (minorista, profesional o contraparte elegible) y del servicio (asesoramiento, sólo ejecución...). También están obligados a tomar las medidas necesarias para obtener el mejor resultado para el cliente al negociar sus órdenes, así como a estrictas condiciones de tramitación de éstas que aseguren una ejecución rápida y equitativa, y respeten su prioridad con respecto a las de cuenta propia y las recibidas en un momento posterior en el tiempo.

c) La integridad del mercado se preserva a través de una serie de artículos sobre su estructura y funcionamiento, que incluyen un régimen de comunicación de operaciones y mantenimiento de registros que haga posible una adecuada supervisión por parte de las autoridades competentes, que deberán estar en condiciones de compartir información a efectos de manejar un mercado de ámbito europeo. También desarrolla la directiva un conjunto de disposiciones que garantizan la transparencia del mercado, tanto en lo que se refiere a la actividad previa como a la posterior a la negociación. En ambos casos, se articula un sistema flexible de exenciones de la obligación que aseguren la protección de las operaciones de gran volumen. Conviene señalar que las obligaciones de transparencia sólo son de aplicación a las órdenes y operaciones de instrumentos de renta variable, dejando fuera de su alcance tanto a la renta fija como a los derivados, mercados estos donde la opacidad es notable y generalmente reconocida.

En resumen, la MiFID regula las empresas y la provisión de servicios de inversión así como a los operadores de mercados y abre éstos a la competencia mediante la abolición del principio de concentración, al tiempo que toma medidas encaminadas al mantener su integridad y la protección del inversor, amenazadas ambas por la fragmentación a que conduce esa apertura.

Hasta aquí el espíritu y la letra de la directiva, veamos cuál es la situación en la que se encuentran los mercados de instrumentos financieros tres años después de la entrada en vigor de la norma.

### 3. TRES AÑOS DESPUÉS

Con anterioridad a la MiFID, el grueso de la negociación de valores en Europa se repartía en seis centros: la Bolsa de Londres, NYSE-Euronext (que agrupaba los mercados de Amsterdam, Bruselas, Lisboa y París), Deutsche Börse (DB), el Grupo español BME, Nasdaq OMX (mercados nórdicos y bálticos) y la Bolsa de Zúrich (si bien Suiza no pertenece a la Unión). Tres años después, la negociación está dividida entre los mercados regulados y los SMNs, por una parte, y el segmento OTC, por otra. Los nuevos centros han capturado un porcentaje significativo del volumen de los valores más líquidos de algunas bolsas, como ocurre sobre todo en el caso de Londres, pero también en Euronext y DB. Entre los más activos se encuentran Chi-X, BATS y Turquoise, éste último adquirido en 2009 finalmente por la Bolsa de Londres. Por tanto, se puede asegurar que uno de los objetivos de la MiFID, introducir la competencia en el ámbito de la negociación, ha sido alcanzado, si bien, como veremos inmediatamente, sobre bases no equitativas, es decir, sobre un non-level playing field. Pero, ¿qué hay de la integridad y de la protección del inversor? La dirección en que se ha desarrollado el sector no invita al optimismo.

Por una parte, la proporción de OTC sobre el total se ha mantenido invariable durante estos años (alrededor del 40%), siendo así que uno de los objetivos de la directiva era canalizarla hacia los internalizadores sistemáticos, sujetos a las obligaciones de transparencia. Por su propia naturaleza, este segmento drena liquidez de los circuitos en los que los precios se forman incorporando información disponible para todos los inversores; por lo que, desde el punto de vista de la eficiencia, su tamaño debería ser el mínimo imprescindible para proteger las operaciones bilaterales de elevado volumen del impacto de mercado y los movimientos adversos de precio a que estarían expuestas en caso de ser difundidas.

Además, al amparo de las exenciones a las obligaciones de transparencia mencionadas más arriba, la proporción del volumen contratado en la “zona oscura” del mercado ha crecido considerablemente. Se trata de la operativa llevada a cabo en los denominados dark pools, algunos de ellos gestionados por mercados regulados (Smartpool, Baikal, SWX Swiss Block...), otros por ESIs (Liquidnet, Posit, Instinet, Pipeline...).

Un fenómeno también preocupante, observado durante el último año, es la aparición de redes de negociación operadas por intermediarios financieros (GD Sigma X, CA Chevreux Alternative, Merrill Lynch MLNX...) y situadas al margen de muchas de las disposiciones de la MiFID. Bajo la pretensión de desarrollar un tipo de negocio diferente al de los centros de negociación de valores, estas crossing networks gestionan la ejecución multilateral de órdenes de clientes en condiciones de opacidad

al no ajustarse a ninguna de las categorías definidas en la MiFID: puesto que el acceso a sus servicios es discrecional, no son SMNs; puesto que no negocian contra cuenta propia, no son internalizadores. Por consiguiente, se encuentran en una especie de limbo normativo que les permite, sin quebrar la letra de la directiva, operar fuera de su alcance. Si bien su dimensión no puede ser determinada con precisión por razón de su misma falta de transparencia, la mera existencia de pozos de liquidez francos de regulación supone, no ya una pérdida de integridad del mercado y una competencia desleal con los centros sí sujetos a la norma, sino también un riesgo para la protección del inversor por su falta de adecuada supervisión.

Todo lo anterior (excesivo tamaño del OTC, zonas oscuras (dark pools) y crossing networks) hace que, en el conjunto de Europa, la proporción entre las partes transparentes y opacas del mercado sea de seis a cuatro (por tipo de centro, tendríamos nueve a uno en los mercados regulados, ocho a dos en los SMNs y cero a diez en el OTC), lo que da una idea de hasta qué punto el objetivo de un mercado integrado está lejos de ser alcanzado. Ello tiene un efecto directo sobre la calidad y consistencia de la información disponible a inversores, analistas y supervisores. En la situación actual, es muy difícil tener una visión global y precisa del mercado de valores europeo. Si bien los mercados regulados y, en gran medida, los SMNs proporcionan una información de gran calidad, no sucede lo mismo con el segmento OTC. Los vendedores comerciales ofrecen información consolidada hasta donde ésta está disponible, indicando el camino por el que resolver el problema de los datos de mercado: los centros de negociación deben publicar la información adecuada, en tiempo y forma, para hacer posible su consolidación. Otras soluciones basadas en herramientas de contribución obligatoria bajo el esquema de public utility, como la consolidated tape, no sólo son de muy difícil y costoso desarrollo e implementación, sino que dificultarían la competencia y la innovación, en contra del espíritu de la MiFID.

Como se ha mencionado, las obligaciones de transparencia impuestas por la MiFID sólo son de aplicación a la renta variable, dejando fuera de su ámbito a otros instrumentos o familias completas de instrumentos, como la renta fija o los derivados. Tanto la Comisión Europea como el CESR coinciden en la necesidad de regular la transparencia en estos mercados. Alrededor del 95% de las operaciones de bonos se lleva a cabo en el mercado OTC. Diversos estudios realizados sobre los efectos de la introducción del sistema TRACE en Estados Unidos apuntan a la reducción de costes de negociación, el aumento de liquidez, mayor competencia y más innovación como consecuencia del incremento de transparencia en el mercado de renta fija. Por otra parte, la reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto que ha sido en estos

mercados donde se ha generado la quiebra de confianza que ha terminado contaminando a todo el sistema. Los inversores, sin la información necesaria para evaluar correctamente los riesgos asociados a sus posiciones, se apresuraron a deshacer éstas en las peores condiciones. Hay que mencionar, por cierto, que los mercados transparentes, como las bolsas, funcionaron correctamente proporcionando una fuente de liquidez disponible en los momentos de mayor tensión.

No sólo los inversores se ven afectados por las consecuencias de la fragmentación. Hay un tipo de participantes en el mercado que ha sido ignorado tanto a lo largo de la elaboración de la directiva como durante estos años de aplicación: me refiero a las compañías emisoras que, no debemos olvidarlo, son quienes proporcionan la materia prima de la que se alimenta esta industria. Cuando una emisora toma la decisión de pedir la admisión a cotización en un determinado mercado, está estableciendo un vínculo contractual con éste, después de evaluar diversos aspectos como la proximidad, liquidez, eficiencia, estándares, estructura, etcétera. En todo ello subyace el factor de la confianza, que la compañía deposita en el gestor del mercado esperando conocer y valorar en todo momento los movimientos de sus acciones cotizadas. La MiFID dificulta, cuando no impide, que los mercados hagan frente a este compromiso. Una vez que los instrumentos son admitidos, nada impide que se negocien en cualquiera de los múltiples centros existentes, haciendo imposible que las emisoras puedan conocer con suficiente fundamento las variables que determinan el precio de sus acciones y, por ende, su valoración por el mercado. Esto es especialmente crítico en momentos de alta volatilidad y acusados descensos de precios, en los que las compañías se vuelven hacia los mercados que las han admitido en busca de una explicación que éstos no pueden proporcionar.

Finalmente, tanto la directiva como la forma en que ha sido implementada y supervisada, ha consagrado un escenario de competencia imperfecta en el que las bolsas tradicionales, los mercados regulados en la terminología MiFID, están en desventaja con respecto a otros centros, como los SMNs. Un ejemplo de ello es que un mercado regulado debe esperar dieciocho meses antes de ser autorizado a negociar un instrumento admitido a cotización en otro mercado regulado, mientras que un SMN puede negociarlo en cualquier momento. Algunas voces también se han alzado para llamar la atención sobre la desigual presión supervisora ejercida sobre ambos tipos de centro.

Hemos pasado brevemente sobre las que, en nuestra opinión, son las áreas en las que la MiFID presenta un balance más negativo. Consciente de ello, la Comisión Europea introdujo la modificación de la MiFID en su actual programa legislativo. Veremos a continuación en qué consiste esta revisión.

## 4. LA REVISIÓN DE LA MiFID

La revisión de la directiva es un elemento más de una amplia reforma del sistema financiero europeo sobre la que la Comisión ha trabajado estos últimos años y que resume en su Comunicación del pasado junio sobre los servicios financieros en 2010-2011. También CESR comenzó la evaluación de la MiFID en 2008, sólo un año después de su entrada en vigor. Para ello, llevó a cabo una serie de consultas y reuniones con los participantes del mercado, fruto de las cuales publicó este pasado verano un conjunto de documentos de asesoramiento técnico que la propia Comisión utilizará para su propuesta legislativa esperada durante el primer trimestre de 2011. El asesoramiento técnico se refiere a las áreas que hemos mencionado anteriormente, si bien, en nuestra opinión, desde una perspectiva poco ambiciosa que confiamos se amplíe en la propuesta que finalmente publique la Comisión.

- CESR reconoce la necesidad de mejorar la transparencia en el mercado OTC.
- Con respecto a las crossing networks, CESR sugiere introducir una cuarta categoría que las reconozca y regule, junto a los mercados regulados, los SMNs y los internalizadores sistemáticos.
- CESR recomienda introducir un régimen de transparencia en los mercados de bonos y derivados similar al que existe para la renta variable, basado en una estructura de umbrales de exención y demoras permitidas que habría que adaptar a aquéllos. Los vigentes para acciones, por cierto, también deberán ser revisados para adecuarlos a la nueva situación. Algunas herramientas, como las denominadas expresiones de interés, que no son propiamente órdenes pero son utilizadas por los dark pools para captar liquidez, también deberán estar sometidas a las obligaciones de transparencia.
- El Comité parece inclinarse por la consolidated tape para afrontar el problema de la fragmentación de los datos de mercado, aun reconociendo que la opinión mayoritaria de la industria es contraria a esta solución.
- Finalmente, CESR trata una serie de cuestiones también susceptibles de ser modificadas, como la clasificación de instrumentos entre complejos y no complejos, política de incentivos, régimen único de grabación de órdenes, etcétera, que tienen ver con la protección del inversor.

Habría que añadir al trabajo de CESR y la Comisión, el realizado por el Parlamento Europeo, que en las fechas en que se escribe este artículo acaba de aprobar el denominado Swinburne Report, un informe del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios en el que se admite el

fracaso de la MiFID para alcanzar un mercado eficiente, transparente y líquido, con unos correctos mecanismos de formación de precios y en el que la competencia se lleve a cabo en igualdad de condiciones. Asimismo, el informe reconoce el excesivo tamaño del mercado OTC, el riesgo que representan las crossing networks, que deberían ser tratadas como internalizadores o SMNs según el caso, y la necesidad de extender la transparencia a los mercados de bonos, tanto públicos como corporativos.

## 5. CONCLUSIONES

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros, MiFID, que entró en vigor en noviembre de 2007, fue diseñada con el objetivo de contribuir a un mercado europeo integrado, transparente y eficiente en el que múltiples centros de negociación compitiendo por el flujo de órdenes conducirían a una disminución del coste para el inversor y supondrían un incentivo para la innovación, al tiempo que la protección de los inversores quedaría garantizada por un conjunto de salvaguardas relativas a las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión, sus condiciones operativas y la estructura del mercado.

Como se ha podido comprobar, existe un amplio consenso entre los intervinientes en el mercado y las autoridades europeas en cuanto a la necesidad de revisar y modificar la MiFID en una serie de disposiciones que no han sabido gestionar las consecuencias negativas de la fragmentación. Los mercados europeos son menos transparentes y están peor supervisados; las lagunas de la legislación han permitido la emergencia de centros que se sustraen a la aplicación de la norma; gran parte de la negociación se sigue produciendo al margen de los mercados organizados en cualquiera de sus formas; la protección de los inversores no está plenamente garantizada; las compañías emisoras han perdido el control de la actividad de sus acciones; principios como el de la mejor ejecución son papel mojado debido a la imposibilidad de contrastar su aplicación; y mercados enteros, depositarios por su dimensión de un potencial riesgo sistémico, siguen desarrollando su actividad de manera bilateral y opaca.

Estamos, por tanto, ante una gran oportunidad de corregir errores cuya gravedad se ha ido manifestando a lo largo de estos tres años. El trabajo acometido por la Comisión Europea y respaldado por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) y el Parlamento Europeo parece tomar en cuenta estas preocupaciones y, por lo visto hasta el momento, está en una dirección adecuada. Esperemos que la propuesta legislativa confirme esta impresión y, a partir de 2011, Europa esté en condiciones de tener un mercado de instrumentos financieros integrado y eficiente, en el que los inversores gocen de un elevado nivel de protección y las empresas compitan con lealtad en las mismas condiciones. •