

Directiva MiFID, reforma de la Ley del Mercado de Valores e implicaciones en el caso español

La MiFID aborda cambios estructurales en la arquitectura del mercado de valores y en parte del sistema financiero. Dos aspectos especialmente relevantes deben ser analizados por separado en un mismo momento: la ruptura del principio de concentración, en lo que se refiere a los mercados y un nuevo enfoque para abordar la protección de los clientes, en el ámbito de la prestación de servicios. En este artículo se pretenden analizar sus objetivos primordiales y cómo han sido transpuestos a la normativa española.

MiFID deritzonak markatu baloreen arkitekturan eta finantza-sistemaren zati batean egiturazko aldaketek heldzen die. Bereziki azpimarragarriak diren bi alderdi banatuta aztertu behar dira une berean: kontzentrazioaren printzipioaren haustura, merkatuei dagokienez, eta bezeroen babesari heltzeko ikuspegi bat, zerbitzuak emateari dagokioner. Artikulu honetan horren helburu nagusiak eta Espainiako araudira nola eraman diren aztertu nahi da.

The MiFID tackles structural changes in securities markets' architecture as well as in parts of the financial system. Two especially relevant points must be analyzed specifically, like the break of the concentration rule in equities markets and a new approach on client protection when providing investment services. This article aims at analyzing the main goals of MiFID and how they have been transposed in Spanish legislation

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Las sucesivas reformas de la normativa del mercado de valores
 3. La regulación de los intermediarios financieros
 4. Regulación de los mercados secundarios
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: MiFID, mercados de valores, regulación financiera, servicios de inversión, plataformas de trading

Keywords: MiFID, securities markets, financial regulation, investment services, trading platforms

N.º de clasificación JEL: G28

1. INTRODUCCIÓN

Es importante realizar una serie de consideraciones para comprender el propósito último y la trascendencia que la MiFID tiene. En primer lugar, se trata de la directiva comunitaria que culmina y completa el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) de la Comisión Europea: la piedra central del arco (la *clave*) que permite que las medidas previas construyan un mercado de valores e instrumentos financieros sujeto a reglas comunes. En segundo lugar, si bien no se concibió en su origen como una directiva de máximos, la técnica legislativa empleada en sus normas de nivel 2, o de desarrollo –a través del ya famoso artículo 4 de la Directiva 2006/73/ CE y el papel del Reglamento 1287/2006– ha reforzado claramente el grado de armonización efectiva de las condiciones operativas de los merca-

dos y los prestadores de servicios de inversión en la UE. En tercer lugar, la MiFID introduce dos grandes vectores de cambio aún no materializados ni, probablemente, asumidos íntegramente por los mercados e inversores: el refuerzo de la protección del cliente y la ruptura de la regla de concentración en los mercados de renta variable. Por último, lo reciente de su transposición en España (19 de diciembre de 2007) hace que aún sea necesario un esfuerzo de divulgación y análisis para asegurar que la adaptación no genera desventajas competitivas para nuestro mercado.

En este artículo analizamos los principales cambios que supone la MiFID, la forma en que han sido (y habrán de ser) recogidos en nuestro ordenamiento y las principales implicaciones que suponen para el funcionamiento y el desarrollo de los mercados

españoles de valores y la prestación de servicios de inversión.

2. LAS SUCESIVAS REFORMAS DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES

La Ley 47/2007, de Reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), recientemente publicada es la tercera gran reforma de los intermediarios de valores desde que en 1988 se produjo el conocido como *Big Bang* español de modernización de toda la estructura de los mercados. La LMV ha experimentado reformas prácticamente todos los años en la mayoría de los casos por adaptación a la normativa comunitaria, pero ninguna de ellas con tanto alcance como las de 1988, 1998 y esta última de 2007, publicada el 20 de diciembre, al menos en lo que a la actividad de los intermediarios que operan en los mercados se refiere. Por ello es conveniente repasar qué novedades aportó cada una de las reformas.

La primera, la de 1988, cambió completamente la estructura de la intermediación de valores en España, hasta entonces un sistema altamente regulado y restringido en la contratación bursátil, que exigía fe pública y, al mismo tiempo, la libertad total sin supervisión alguna en la mayoría de las entidades que prestaban servicios a sus clientes, como intermediación o gestión de inversiones. El resultado era un sistema de entidades profesionales catalogadas como entidades financieras que podían mantener activos y pasivos financieros, además de prestar servicios y por tanto contraer riesgos con sus clientes y con el mercado, lo que justificaba su supervisión financiera, de solvencia y liquidez. A ello se unían unas incipientes, en aquel momento, normas de conducta para proteger la actuación con los clientes, al menos en unos niveles equivalentes a los que tenían los clientes de las entidades de crédito que han sido y siguen

siendo los grandes protagonistas de la relación de los inversores con los mercados de valores. En esta reforma, no obstante, para mantener temporalmente la ventaja de los antiguos agentes de cambio y bolsa en la contratación bursátil, se reservaba a las nuevas entidades creadas, las sociedades y agencias de valores, esta actividad en detrimento de las entidades de crédito que tuvieron que crear entidades filiales especializadas a tal fin, cediendo altos porcentajes de capital a los antiguos fedatarios durante un periodo transitorio de 4 años.

La segunda gran reforma se produjo en 1998, casi 10 años después de la primera y su objeto era adaptar las entidades españolas a la Directiva de Servicios de Inversión, transformando así un modelo cerrado en el que sólo podían operar las entidades autorizadas y supervisadas completamente en España. El nuevo modelo europeo permitía la actuación transfronteriza mediante sucursales, es decir, mediante establecimiento físico permanente en el Estado de acogida o en régimen de libre prestación de servicios, cuando no existía esta presencia física estable. Todo ello con una estructura supervisora basada en el reconocimiento de la autorización y la supervisión financiera del Estado de origen, dado que ambas habían sido armonizadas, pero aplicando las normas de conducta (entendidas como el resto de materias aplicables a las entidades y que aglutinaban las relaciones con los clientes y las relativas a la estructura organizativas) del Estado de acogida.

Realmente, el cambio conceptual era enorme y esta hubiera podido ser la gran transformación del mercado español y del europeo si realmente hubiera funcionado. Además, en ese momento¹ se produjo la equiparación de las entidades de crédito en

¹ Realmente se establecía un periodo transitorio que permitía a España mantener la reserva de contratación bursátil a las empresas de servicios de inversión (ESI) hasta el año 2000, junto con otros dos Estados.

la única actividad que les estaba vetada, la contratación bursátil, lo que hacía que la reforma fuera aún más profunda en España. Sin embargo, el modelo de actuación transfronteriza y de reparto de la supervisión mostró rápidamente sus carencias y los objetivos perseguidos, una mayor competencia entre las entidades en el seno de Europa y la potenciación de las operaciones transnacionales, no fueron conseguidos. La razón de este «relativo» fracaso fue que la atribución a los Estados de acogida de la regulación y supervisión de las relaciones con los inversores, ante la falta de armonización, se convirtió, en la práctica, en un instrumento proteccionista del mercado interior, que resultó insalvable para las entidades, especialmente para aquéllas que tenían un negocio orientado a los clientes minoristas.

La tercera gran reforma, que curiosamente se produce justo otros 10 años después en España, podría considerarse una reforma menor pues su objetivo es completar y solucionar las deficiencias de la anterior. Sin embargo, las soluciones son tantas, de tal calado y tan relevantes que posiblemente sea la reforma más completa de las tres y sus efectos bien podrían cambiar, en no mucho tiempo, la estructura de negocio de los intermediarios, incluyendo no sólo a las empresas de servicios de inversión² (ESI) sino también y lo que es más importante en términos cuantitativos, a las entidades de crédito. Por otra parte, si bien desde el punto de vista de la industria la MiFID supone culminar el proceso evolutivo iniciado en el año 1988, la visión que pueden tener los inversores es otra y para ellos no sería exagerado pensar que la MiFID supone un antes y un después en sus relaciones con los intermediarios y en su acceso a los mercados de valores. De ahí el inte-

rés que este conjunto normativo está despertando entre los profesionales del sector, los inversores y gran parte de la sociedad.

La MiFID persigue crear un mercado europeo integrado y eficiente que pueda competir con otros mercados desarrollados, principalmente el americano, que sea capaz de canalizar y de atraer los grandes flujos de inversión de un mundo financiero globalizado; y lo pretende conseguir mediante la protección de inversor como eje esencial para ganar su confianza en el sistema. Para ello es necesario crear un mercado eficiente e incentivar la competencia entre entidades con independencia de dónde estén y de quién las supervise. Por esta razón, la forma de regular ha cambiado. Si la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) regulaba unos principios generales y hacía hincapié en las relaciones entre supervisores, la MiFID, sin apartarse del todo de los principios generales, regula exhaustivamente la estructura interna de las entidades y pormenorizadamente las relaciones con los inversores, de forma que se eviten las tentaciones proteccionistas. Se ha pasado de una regulación de mínimos en la DSI a una regulación de máximos en que los Estados carecen de capacidad de establecer requisitos distintos o adicionales a las ESI en sus países. Además, dada la existencia de requisitos idénticos para las entidades, introduce un elemento oculto hasta ahora, la competencia entre supervisores que, con la Directiva se verán obligados a cambiar sus sistemas de supervisión y los objetivos de la misma.

3. LA REGULACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

3.1. Novedades conceptuales más relevantes

Varios son los aspectos que regula la MiFID y que afectan a los intermediarios, aunque destacan dos de ellos por encima

² Concepto que desde el 98 comprende además de las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras que hasta entonces habían pertenecido al ámbito de las instituciones de inversión colectiva.

de todos: los nuevos requisitos organizativos y las nuevas normas de conducta. A ellos dedicaremos gran parte de la exposición, a pesar de que como veremos, ni son las únicas ni en España aportan importantes novedades conceptuales ni implicaciones operativas demasiado complejas, dado que la normativa española, por su modernidad, ha ido incorporando casi todas las novedades paulatinamente.

3.2. **Ámbito de aplicación**

La MiFID amplía el perímetro del mercado de valores con nuevos servicios y actividades así como nuevos instrumentos. La ampliación tiene efectos muy importantes sobre la economía interior por cuanto impide a entidades no supervisadas realizar los servicios incorporados y, por otra, añadiendo un mayor grado de competencia donde antes no la había. Ese es, por ejemplo, el caso de España. A diferencia de otros Estados, el asesoramiento sobre inversiones, en la nueva terminología MiFID «asesoramiento personalizado teniendo en cuenta las circunstancias del inversor» ha sido en España una actividad no reservada y de prestación libre (sin autorización ni supervisión). La nueva regulación exige ambos requisitos a quien lo preste y, además, permite su prestación transfronteriza. Esta novedad en España se ha configurado con la creación de una nueva categoría de entidades o personas, pues también admite la existencia de personas físicas, denominadas empresas de asesoramiento financiero (EAFI) cuyo objeto exclusivo será la prestación de forma profesional de este servicio. Se trata, en principio, pues no hay experiencias ni datos que lo puedan confirmar, de un tipo de ESI que podría tener una gran aceptación y una fácil alternativa para quienes hasta ahora han venido prestando este servicio sin restricción. Por otra parte, el asesoramiento es un servicio que además se regula profusamente, como se verá más adelante, dada la importancia que ha adquirido en toda

Europa en los últimos años y también por la creciente trascendencia que tiene el asesoramiento para los inversores y su protección.

Además, la MiFID amplía también el ámbito de instrumentos financieros que pueden ser objeto de la prestación de servicios. Este ajuste, que podría considerarse meramente técnico para recoger nuevos instrumentos aparecidos en estos años como fruto de la compleja ingeniería financiera, tiene un importante alcance por cuanto restringe el tipo de entidades habilitadas para poder usarlos con sus clientes.

3.3. **Competencias supervisoras**

Un segundo elemento, novedad en la Directiva y relevante para los intermediarios es el nuevo reparto de las competencias entre Estado de acogida y origen. El fin perseguido por la MiFID es facilitar la operativa transnacional y para ello incluso en algún momento se discutió la posibilidad de atribuir al Estado de origen la supervisión completa (autorización, solvencia, requisitos organizativos y normas de conducta) de las entidades. Finalmente se optó por esta opción pero exclusivamente para las entidades que operan en régimen de libre prestación de servicios. El reparto de la supervisión es un aspecto importante en la medida en que pueda haber una aplicación de las normas o de la intensidad de la supervisión asimétrica, lo que es poco probable en un contexto de requisitos equivalentes.

3.4. **Redes de comercialización**

Otro elemento clave y al que curiosamente hasta ahora no parece haberse prestado mucha atención es la regulación de los agentes en la Directiva. La creación de agentes en las entidades financieras españolas, en su configuración actual, nació en la Ley de 1988 como una forma de extender el acceso al mercado de valores de toda la sociedad y permitir a las entidades

pequeñas competir en la comercialización con las grandes redes de sucursales bancarias con unos costes aceptables. No hay que olvidar que también fue una forma de dar salida a los numerosos profesionales que venían actuando sin restricción en los mercados antes de la reforma. La representación consiste en un vínculo mercantil exclusivo para el agente con una entidad a la que representa frente a los clientes, actuando en nombre y por cuenta de la entidad.

Se trata de una figura muy discutida pues si bien el coste de mantener una red de agentes es relativamente bajo y sobretodo variable, vinculado al nivel de ventas, la práctica ha demostrado que se trata de una actividad de alto riesgo y que ha provocado importantes crisis en no pocas entidades, pues las actuaciones de los agentes son atribuidas a la entidad a la que representan, incluidos los fraudes. La Directiva permite la actuación transnacional de los agentes. Sin embargo es una figura que merece una muy importante reflexión sobre las consecuencias que puede tener. Intuitivamente, en un Estado como España, importador de servicios de inversión de otros países puede haber un importante número de entidades extranjeras que opten por crear relaciones de agencia con entidades o personas españolas, lo que puede hacer que aumente el número de potenciales entidades dispuestas a ser agentes o bien restrinja las disponibles para las empresas de servicios de inversión españolas, al tiempo que aumenta el número de entidades que operen en España.

De la misma forma, aunque parece que será menos frecuente, algunas ESI españolas podrán actuar con agentes extranjeros para ampliar su negocio en el exterior. Más raro parece el supuesto, posible también según la normativa, de que agentes españoles de entidades españolas crezcan tanto que puedan tener actividad transnacional (atribuida no obstante a la ESI a la que

representan), pues en estos casos, parece más lógico su transformación en ESI, en el supuesto de que cumplan las condiciones pertinentes. De todas formas, en este caso, como en el de las empresas de asesoramiento se plantean aún importantes dudas sobre las consecuencias que a medio plazo pueden tener las nuevas normas que sólo con la experiencia se podrán ver.

3.5. Requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios

La regulación de los requisitos organizativos internos de las entidades puede decirse que es una novedad regulatoria reciente, cuyo origen puede situarse en la mitad de los años 90 en España. Coincide con el auge que, durante esa época, tomaron los aspectos relativos al control interno, junto con otros como el gobierno corporativo y la estructura interna de las entidades, como por ejemplo, en el ámbito de las normas de conducta, las murallas chinas. Ya en el año 1998 la CNMV publicó una circular que, con la inevitable perspectiva histórica, ha resultado ser un antecedente, casi mimético, de la regulación MiFID, aunque casi un lustro antes.

La finalidad de regular los requisitos internos y de organización de las entidades con tanto detalle como se hace en el denominado nivel 2 es, por una parte, contribuir a la sana competencia entre entidades de diferentes países, de forma que estos no se conviertan en un arma proteccionista. Por otra, no menos importante, contribuir desde dentro de la propia entidad, a la protección de los inversores. La estructura interna de las entidades debe contribuir al cumplimiento de las normas de conducta o, dicho de otra forma, la protección de los inversores sólo se puede asegurar con estructuras como las que señala la Directiva y que ahora se describirán. Por todo ello es importante no desvincular los requisitos organizativos de las normas de conducta, conceptos que han estado íntimamente vin-

culados en la normativa hasta ahora y, más concretamente en la normativa española, mediante el RD 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores, denominación que responde a que contemplaba ambas materias.

Otro de los aspectos relevantes que subyace en esta regulación es una pretendida «búsqueda de la perfección» como objetivo último. La MiFID hace un especial énfasis en la «cultura del control». Tan importante es hacer un buen diseño organizativo, como disponer de sistemas de control que permitan mejorar permanentemente éste, de ahí que dedique gran parte de la regulación a los sistemas de control y a asegurar que estos funcionen con independencia. El por qué de esta obsesión por el control bien pudiera justificarse por el temor al riesgo operacional y reputacional. En efecto, estos tipos de riesgos cuyo control es relativamente nuevo o a los que se prestaba poca atención hasta hace pocos años, van adquiriendo cada día mayor importancia para las entidades. Es fácil ver que si se analizan las últimas crisis de entidades financieras a nivel mundial, en la mayoría de los casos cabe achacarlas a falta de control y a los efectos que el riesgo reputacional o el operativo ha tenido sobre su actuación comercial o su solvencia³. En muchos casos, las causas de las crisis se han justificado en fallos en los procedimientos internos de funcionamiento de las entidades que, con la experiencia, se van mejorando o, directamente, en el incumplimiento de esos procedimientos por falta de control sobre ellos.

Un aspecto importante y novedoso de la nueva regulación es su aplicación uniforme en todas las entidades que prestan servicios de inversión. Un enfoque normativo muy distinto a los habituales hasta ahora,

orientados a regular verticalmente tipos de entidades y no requisitos horizontales por actividad con independencia del tipo de entidad que preste los servicios. Esta novedad, lógica por otra parte, no está exenta sin embargo de problemas prácticos. En primer lugar porque hasta ahora la normativa no ha ido en esa dirección y del encaje de las normas antiguas con las nuevas surgen dudas sobre cual debe prevalecer o solapamientos, todos ellos de difícil solución. Especialmente relevante es este hecho en la normativa bancaria, dado que la prestación de servicios de inversión suele ser una parte importante pero no separable fácilmente de la prestación de servicios. La existencia de normas comunes no coincidentes pero que regulan ambos ámbitos, además de supervisores diferentes, contribuyen sin duda a esta falta de claridad. Un ejemplo bien podrían ser las normas referidas a delegación de funciones o *outsourcing* y las referidas a planes de continuidad que más adelante se describirán. Por otra parte, suponen lo que a veces se ha denominado una «trampa normativa» o menos peyorativamente, el efecto expansivo de la MiFID. Me estoy refiriendo a normas que, pese a que en principio su ámbito es restringido a una parte de la entidad, por coherencia, necesariamente se extienden al resto de la organización aunque no se presten servicios de inversión, tales como las normas referidas a conflictos de interés o las de estructura organizativa adecuada de la empresa, en el caso de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que prestan algunos servicios de inversión (por ejemplo, gestión de carteras).

3.6. Contenido de la regulación de los requisitos organizativos

En primer lugar, las normas establecen la necesidad de contar con una estructura interna clara y coherente con las actividades a realizar mediante una fijación clara de responsabilidades y con medios organizati-

³ El ejemplo más reciente es la crisis del banco francés Société Générale.

vos y personales (formación, experiencia y conocimiento de sus funciones y límites de actuación claros) adecuados a los servicios a prestar, flujos de información ascendente y descendente eficaces. Se trata, en resumidas cuentas, de requisitos coherentes o extensibles a cualquier empresa sea cual fuera su actividad pero que el ámbito financiero, dadas las particularidades y los altos riesgos en que se incurren, resultan esenciales o dicho de forma más coloquial, la ausencia de estos requisitos es imperdonable en entidades que disponen de las inversiones ajenas. Es por esa razón por lo que la regulación exige que estas estructuras existan y lo que es más relevante, se formalicen expresamente, con objeto de evitar que sean fruto de la práctica o los usos de la entidad.

Un aspecto muy importante a tener en cuenta, en general en toda la regulación de los requisitos organizativos, es la aplicación de lo que se ha venido a denominar el principio de proporcionalidad o de relatividad que no es sino la cautela de no establecer requisitos excesivos que graben innecesariamente actividades sencillas. Por ello, la intensidad en la implantación de los requisitos organizativos debe estar en consonancia con el «carácter, escala y complejidad de los servicios de inversión que se presten». No obstante, conviene señalar, especialmente a los destinatarios de la norma, que aunque se trata de una cautela coherente y lógica no debe cometerse el error de considerarse susceptible de interpretaciones para todos los gustos. La aplicación del principio debe ser excepcional y no extensible a voluntad del supervisado por varias razones:

—En primer lugar, porque todos los requisitos organizativos están correlacionados. De nada sirve disponer de una estructura muy bien organizada y de flujos de información eficientes si, después, en aplicación del principio de proporcionalidad, se prescinde de un

sistema de control adecuado para comprobar que se cumpla.

—A demás, la naturaleza, escala y complejidad de los servicios no debe interpretarse exclusivamente como el volumen de actividades, el número de operaciones o de clientes. Prácticamente todos los servicios de inversión son actividades complejas, que comportan importantes riesgos de muy distinta naturaleza, no sólo para la empresa, sino también para los clientes que, como se ha señalado anteriormente, son la razón que justifica la existencia de estas normas.

Por ello, sólo en casos excepcionales, posiblemente porque la práctica haya demostrado con el tiempo que la implantación de las medidas o sus controles son innecesarios, es como se podrá justificar la aplicación de este principio.

Otra de las importantes novedades, no tanto en España, pero sí en el resto de Europa, que incorpora la nueva regulación es la existencia de tres funciones de control: cumplimiento normativo, riesgos y auditoría interna. Empezando por esta última, la auditoría interna se encargará de la revisión de procedimientos y del cumplimiento de las reglas internas de funcionamiento, esencial en entidades de gran tamaño, si bien es cierto que de menor importancia en entidades con poco personal o con un número limitado de procedimientos. Es, sin duda, la única función que admite, en el contexto del tipo de ESI existente en España, una posibilidad clara de aplicación del principio de proporcionalidad. Otra de las funciones relevantes es el control de riesgos, entendidos como riesgos financieros o de mercado, incluyendo el riesgo operativo. Se trata de una figura arraigada ya en la normativa española desde hace años y que requiere de pocos comentarios adicionales. Se trata de una figura esencial cuando hay importantes riesgos financieros por cuenta propia

o un elevado número de operaciones o clientes.

Más interesante, por su novedad, es la figura de cumplimiento normativo. Sus funciones bien podrían resumirse en como controlar el resto de riesgos no cubiertos por las otras figuras, pero desde un punto de vista más técnico, su ámbito se circunscribe en evitar el incumplimiento de normas o criterios que puedan suponer riesgos para la entidad, incluyendo el riesgo comercial o reputacional. Se trata de una figura muy interesante que aunque no nueva, sí lo es su regulación. Para el cumplimiento adecuado de sus atribuciones es necesario que se cumplan tres requisitos que la propia normativa señala expresamente: independencia, autoridad y capacidad. En cuanto a la independencia, no solo se trata de una independencia funcional con respecto a las actividades que son objeto de su control, sino incluso remunerativa con respecto al negocio. El requisito de autoridad, no menos importante que el anterior, exige su ubicación al margen del organigrama de forma que su actividad sólo sea juzgada por la más alta dirección, a la que sirve al fin y al cabo. Por último, con respecto a la capacidad, bien podría resumirse en la necesidad de que ejerza efectivamente sus funciones disponiendo de medios adecuados y no una figura cuyo objeto sea cumplir un mero trámite administrativo necesario.

Otro de los requisitos organizativos más relevantes es el control de los conflictos de interés a que se ve sometida la entidad. Los conflictos se plantean necesariamente por prestar varios servicios que pueden ser remunerados de forma diferente, por la existencia de diversidad de clientes o por la coincidencia de intereses propios y ajenos en una misma entidad. Los conflictos a que se refiere la normativa no sólo son los constatados o reales sino también los potenciales en los que teóricamente pueda resultar afectado negativamente un cliente. Es obvio de que el hecho de que resulte negativa-

mente afectada la entidad a favor de los clientes no es un conflicto de interés, en principio y salvo formulaciones más complejas. Las obligaciones que establece la normativa para evitar estos conflictos pasan por tres fases: identificación, gestión neutral o en beneficio del cliente y, en caso de no poder evitarse, transparencia. La propia Directiva señala como esenciales las dos primeras fases y la última como un residuo en caso de fracasar las anteriores, no como una alternativa. Es por ello muy importante que las entidades se doten de sistemas relevantes de detección y de mecanismos para solucionar los conflictos identificados, como la separación de áreas (murallas chinas), sistemas de decisión independientes, etc.

Un requisito organizativo muy importante es el registro de la actividad de la entidad, mediante sistemas que permitan el rastro, contrastable, de las operaciones realizadas y de su justificación, lo que habitualmente se denomina «registro de operaciones». En línea con este requisito, aunque en una formulación más amplia, está el requisito de asegurar la continuidad y regularidad en la prestación de servicios. Sus orígenes están claros y su finalidad también, dado que no es otra que en caso de crisis o situaciones graves, fáciles de imaginar desgraciadamente, no sufran perjuicio los clientes, bien porque se puedan reconstruir sus operaciones o salvaguardar sus derechos.

También conectado con este requisito está la obligación de salvaguarda de los activos, incluido el dinero de los clientes, ya no sólo por situaciones de crisis grave sino incluso del propio devenir de la actividad financiera, impidiendo el uso indebido de los activos depositados y tomando las medidas necesarias para que ante una insolvencia o fraude, los daños ocasionados y, por tanto, el riesgo sistémico y de confianza en la estructura de mercado se vea dañada.

Por último, una novedad importante en la regulación española es la que se refiere a la subcontratación de actividades. En efecto la subcontratación de determinadas funciones muestra una tendencia creciente en los mercados y es consecuencia, además de por la transformación de costes fijos en variables para reducir el riesgo de fracaso financiero, por la creciente tendencia a la especialización de funciones. Esta especialización es además un fenómeno que se autoalimenta. Cuantas más entidades especializadas en alguna fase de la prestación de servicios de inversión se crean, surgen más entidades especializadas en la prestación de las demás. Todo ello es consecuencia de las altas dosis de capital que requiere hoy día la actividad financiera, especialmente en actividades de poco valor añadido que necesitan grandes volúmenes de actividad para ser rentables.

Por esa razón, la subcontratación y la consecuente especialización no deben considerarse como algo negativo, en el sentido de contrapuesto a la obligación de disponer de medios adecuados para la prestación de los servicios que se pretendan realizar, ya que los medios son disponibles con independencia de que sea en propiedad o en arriendo y así lo señala la propia Directiva en sus considerandos. Sin embargo, es lógico que esta subcontratación se vea sometida a determinados requisitos para que la eficiencia no se convierta en mayores riesgos para los inversores. Las obligaciones que la nueva normativa señala en este sentido son: mantenimiento de la responsabilidad por parte de la entidad que delega, evitar el aumento del riesgo operativo, evitar la vulnerabilidad o dependencia excesiva en la entidad que se delega y, como es lógico, que la subdelegación no afecte a las relaciones con los clientes o con el supervisor. A ello es necesario añadir que exista salvaguarda de la información, aspecto que adquiere mayor importancia cuando una misma entidad recibe delegación de varias entidades.

Un aspecto práctico relevante a tener en cuenta en la delegación de funciones, y que justifica también su regulación, es el hecho de que en muchos casos las entidades en las que se delegan algunas funciones relevantes puedan ser entidades no supervisadas o entidades radicadas en Estados extracomunitarios sometidas a regulaciones diferentes a la de entidad que delega. El hecho de que en una misma entidad no supervisada puedan coincidir delegaciones de varias entidades puede hacer aumentar el riesgo del sistema, hecho que no es apreciado por cada entidad individualmente considerada. Por otra parte, la existencia de restricciones de acceso por secreto tanto por no estar supervisada como por estar sometida a regulación diferente es un aspecto que requiere una reflexión adicional y un control exhaustivo por los reguladores.

3.7. Las normas de conducta en las entidades que prestan servicios de inversión.

Como se ha señalado anteriormente, la MiFID incorpora como novedad fundamental en el ámbito de los requisitos organizativos una regulación minuciosa de éstos y una filosofía de control sobre conceptos y principios que aparecían hasta entonces dispersos o de insuficiente regulación. Sin embargo, en el ámbito de las normas de conducta no cabe decir lo mismo. Las novedades en este campo son especialmente relevantes, no sólo para las entidades que prestan servicios, que deben cambiar su filosofía comercial, sino lo que es más importante, para los inversores, especialmente los minoristas que van a ver alterada de forma sustancial su aproximación a este mercado.

Altos niveles de protección de los inversores son imprescindibles para ganar su confianza en el sistema y con ello conseguir un verdadero mercado integrado. Es por ello que la Directiva adopta un enfoque de «protección máxima», especialmente de los

inversores más vulnerables, a sabiendas de que ello supone pérdidas de flexibilidad y especialmente una distorsión con respecto a otras alternativas de inversión de naturaleza similar a los instrumentos financieros, como son los seguros y los productos bancarios. En efecto, en mercados tan integrados como los actuales con numerosas entidades multiproducto y habiendo existido la posibilidad de una regulación horizontal de tratamiento equivalente de los clientes, con independencia del producto de que se tratara, destaca como relevante que eso no se ha hecho. Las razones para ello, así como sus efectos son desconocidos aún, pero lo cierto es que un inversor que se enfrente a varias alternativas de inversión (seguros, banca y valores, por ejemplo), va a estar, en principio, mucho más protegido normativamente en este último que en los demás y ello es una buena noticia para los inversores y para los profesionales de este mercado. Esta situación coincide en España con medidas de neutralidad fiscal que han devaluado inversiones durante años favorecidas por su atractivo en términos financiero fiscales, como los fondos de inversión.

Otra de las características de las nuevas normas de conducta es su gran parecido a las normas de relaciones con clientes españolas. Este parecido con normas vigentes en su mayoría en España desde los primeros años 90 no podía ser casualidad y no lo es. Mucho tiene que ver en ello la participación de las distintas delegaciones españolas tanto en los trabajos preparativos de la Directiva, como los grupos de trabajo de FESCO, luego CESR, como los propios de debate sobre la Directiva en los distintos órganos europeos. Esta similitud supone una ventaja comparativa por parte de las entidades españolas que sería una auténtica pena que se desvaneciera en el tiempo, especialmente por los costes que supone para las entidades retrasadas recuperar el tiempo perdido.

Los dos aspectos más novedosos de la Directiva con respecto a las normas españolas son la regulación del asesoramiento y la segmentación o clasificación de los clientes.

3.8. El asesoramiento personalizado

Se trata, en efecto, de una novedad con muy importantes implicaciones. Hasta ahora en España y así lo establecía la Ley de 1988 se optó porque el asesoramiento en todas sus variedades, tanto personalizado como dirigido a entidades (lo que habitualmente se denomina asesoramiento sobre estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines y que en términos empresariales es denominado fusiones y adquisiciones) y el análisis financiero, fueran actividades libres y sólo sometidas a la ética profesional. Con el paso de los años esta última actividad de análisis ha ido regulándose de forma creciente, si bien como extensión de las normas de abuso de mercado, por la importancia que tiene la actividad en la inducción de inversiones. Por su parte, la actividad de fusiones y adquisiciones ha ido perdiendo su acomodo tradicional en la banca de inversiones para encontrarlo, especialmente por cuestiones fiscales, al menos en España, en el ámbito del capital riesgo.

Por tanto, solo quedaba el asesoramiento sobre inversiones a salvo de una regulación que, como señala la propia Directiva se ha hecho imprescindible ante la complejidad de los mercados y los instrumentos. Las nuevas normas restringen el asesoramiento personalizado, entendiendo por tal al que se presta teniendo en cuenta las circunstancias personales del inversor, y establecen los más altos niveles de protección mediante la aplicación más extensiva del principio de «*Conoce a tu cliente*». Es por ello que estas pesadas cargas han puesto de manifiesto un problema de muy difícil resolución normativa como la distinción entre asesoramiento y comercialización, dado que

la intensidad de la protección es muy distinta. Baste decir en este momento que la aplicación del principio de conoce a tu cliente cuando éste se niega a ofrecer la información requerida tiene consecuencias radicalmente distintas en los dos casos, pues en el ámbito de la comercialización, la falta de información se resuelve con una advertencia de no valoración del producto más adecuado, pero en el ámbito del asesoramiento impide la prestación del servicio. Es de esperar que las normas de rangos inferiores contribuyan a aclarar esta importante asimetría normativa o al menos a minimizar los casos en que se producen dudas.

3.9. Clasificación de los clientes

La otra importante novedad es la clasificación de clientes. Esta clasificación consiste en diferenciar tres tipos de clientes: minoristas, institucionales y contrapartes elegibles, una denominación ésta última importada aunque poco descriptiva de los, que en realidad son, profesionales de alto nivel. La finalidad de esta segmentación no es sino estratificar los distintos niveles de protección necesarios, de forma que los clientes minoristas gocen de la máxima protección frente a las entidades y el supervisor y los demás tipos de inversores se beneficien de la mayor agilidad en su operativa, sin perjuicio de las posibilidades que ofrece la normativa a los distintos tipos de acceder a niveles superiores o inferiores no sólo en distintas entidades sino con respecto a distintos servicios.

Ciertamente la clasificación de los clientes genera unas obligaciones formales inexistentes anteriormente y relativamente costosas, pero también es cierto que esta clasificación existía en la práctica e incluso conceptualmente en el supervisor y el hecho de no disponer de normas que lo avalaran introducía una inseguridad jurídica muy incómoda. Por tanto, lo relevante es que ahora se establecen límites cuantitativos y concretos, difíciles de establecer, pero

una vez establecidos, todo son beneficios y ello a pesar de que los límites no son homogéneos con los establecidos en otras Directivas, como la relativa a folletos de emisión, lo que sin ánimo de crítica, resulta poco justificable pues los objetivos de ambas normas son los mismos. Por ello, pese a los costes iniciales de tal medida, que implicará mantener un registro de la ubicación de cada cliente en cada servicio, parece que a largo plazo la medida será muy efectiva.

La concreción práctica de esta medida es requerir a las entidades, en relación con los inversores catalogados como minoristas, determinadas cautelas relativas a los contratos, a la información pre y postcontractual que permitan que el cliente tenga conocimiento de los riesgos en que incurre. Esta finalidad concuerda perfectamente con otra novedad, no tan original como las dos anteriores, aunque con importantes efectos prácticos cual la concreción del conocido principio de «*Conoce a tu cliente*».

3.10. Test de conveniencia e idoneidad

Desde el año 1993, con el RD 629/1993 en España existe una regulación que hacía hincapié en dar a cada cliente los servicios más oportunos y adecuados a su situación personal cuando se trata de clientes minoristas, ya que de los profesionales se suponen conocimientos y experiencia. La Directiva y la nueva LMV concretan la forma de conseguir este objetivo con los denominados «Test de conveniencia e idoneidad». A pesar de su denominación, esta prueba no tiene por qué ser un test en sentido estricto, sino la valoración de determinadas cualidades del cliente, bien en consulta directa a éste, la fórmula más lógica para el primer contacto, o bien aprovechando los datos que sobre la operativa del cliente puedan obrar en la entidad si se trata de un cliente habitual. Ambos test tienen alcance distinto.

El test de conveniencia tiene por objeto que el cliente acceda sólo a los productos cuyo riesgo comprende o, dicho de forma más técnica, que sean convenientes a sus conocimientos y experiencia inversora. Es importante insistir, dado que al menos en una primera fase ha planteado muchas dudas, que no se trata de restringir el acceso a productos de baja volatilidad o con reducido riesgo de pérdida, sino de que el cliente conozca la naturaleza del riesgo del producto que desea adquirir aunque sea muy alto. Superar el test es necesario en todos los servicios de inversión a excepción del servicio de asesoramiento y gestión de carteras; esto es, en la recepción y transmisión de órdenes, lo que coloquialmente se denomina comercialización. Desde un punto de vista analítico, el test de conveniencia se configura como una matriz en la que se combinan los distintos niveles de conocimientos y experiencia del cliente con los diferentes grados de riesgo de los instrumentos financieros, de forma que a cada nivel de conocimientos y experiencia sean convenientes los activos de un determinado rango de riesgo y, obviamente, todos los inferiores. El test es aplicable a todas las operaciones que haga el inversor ya sea a iniciativa propia o por la acción comercial de la entidad. No obstante, el procedimiento también prevé las distintas vicisitudes que pueden ocurrir en el proceso de intermediación, como el caso en que el cliente no facilite o no se disponga de información suficiente para la evaluación o que el cliente insista en adquirir un producto no conveniente, en cuyo caso la operación se resuelve con transparencia, mediante advertencias previas de que no ha sido posible valorar la conveniencia o de que el producto no es adecuado, pero en todo caso, y esto es importante, la decisión sobre la prestación del servicio y el producto adquirido corresponde al cliente.

Una especialidad relevante es el supuesto en que el servicio prestado es denominado «solo ejecución» y el producto es deno-

minado en términos de la nueva normativa «no complejo». Se trata en definitiva de una excepción a la aplicación de test de conveniencia cuando el riesgo del producto es tan conocido y sencillo que no requiere el coste de evaluar la conveniencia. No obstante, la aplicación de esta excepción se encuentra con un problema práctico de difícil solución ya que exige que la iniciativa de la operación sea tomada por el cliente, es decir, no se aplicará la excepción cuando exista cualquier tipo de actuación comercial de la entidad, algo que, en cualquier caso resulta difícil demostrar. Por ello, el coste de tal demostración es posible que supere el de realización del test, lo que lleva a este supuesto a una aplicación residual.

Por otra parte, la nueva normativa eleva, y mucho, el rango de dos servicios de inversión de creciente importancia en mercados tan complejos e instrumentos tan variados: el asesoramiento y la gestión de carteras. Se trata de servicios, en el primer caso, que han ascendido al rango de la máxima protección ya que hasta ahora, como ya se ha señalado reiteradamente, al menos en España, se trataba de un servicio de prestación libre y, en el segundo, de un servicio muy vinculado a la banca privada. En estos dos servicios se aplica el denominado test de idoneidad que consiste en llevar el conocimiento del cliente a su máxima expresión y, además de exigir valorar los conocimientos y experiencia inversora del inversor, requiere conocer sus objetivos de inversión y su situación financiera. Todo ello para hacer una valoración de los productos más adecuados para conseguir la mejor situación para el cliente. En ambos servicios de inversión la actuación de la entidad que los presta es activa, a diferencia de la intermediación o incluso de la comercialización en que una vez realizada la operación la postura de la entidad es pasiva. El objetivo de este test más completo es que la entidad se provea de la información necesaria para prestar adecuadamente el servicio, por ello, si la entidad no dispone u obtiene la infor-

mación el servicio no se puede prestar. Opta por ello la regulación por la prestación óptima del servicio sin alternativa alguna.

El resto de normas de conducta tales como información contractual, sobre operaciones realizadas, etc. son todas ellas semejantes a las vigentes en España desde mediados de los años 90, por lo que no merecen comentario alguno, aunque sí una lectura detenida. Sin embargo, sí merece al menos una mención el denominado principio de «mejor ejecución» o casi mejor denominado aunque no sea una traducción estrictamente literal «ejecución óptima». Se trata de una extensión del principio general de actuación en el mejor interés del cliente, si bien la normativa lo concreta en la búsqueda de las mejores condiciones para éste en la actuación en su nombre, bien porque la operación se pudiera ejecutar en distintos mercados, lo que recordemos es posible en el entorno MiFID una vez se ha roto el hasta ahora vigente principio de concentración, o bien porque haya otros intermediarios en la cadena necesaria para la ejecución. Es importante señalar que las mejores condiciones para el cliente no solo se limitan a precio y costes de la operación, aunque son los elementos más importantes a considerar, sino que incluye seguridad de la operación, liquidez y todos los elementos que hayan de valorarse en la contratación del mercado.

En conclusión, las nuevas normas de conducta, armonizadas a escala europea, abogan claramente por aumentar los niveles de protección de los inversores. Su característica principal es la búsqueda de soluciones a medida para cada cliente, lo que aumenta el coste de su implantación ante la mayor dificultad de encontrar economías a escala. A cambio aseguran una mayor aproximación al que era su objetivo primordial, y comentado reiteradamente a lo largo de este artículo, contribuir a mejorar la confianza de todos y cada uno de los inversores en el mercado de valores.

4. REGULACIÓN DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Como hemos señalado, este es uno de los ámbitos más directamente afectados por la MiFID. Si bien las modificaciones que se introducen en los mercados primarios son prácticamente inexistentes (ya se encargó de ello la directiva de folletos), las transformaciones en el ámbito de los mercados secundarios son de gran calado. No obstante, no son igualmente relevantes en los distintos segmentos: de todos ellos, el de renta variable (frente a renta fija o derivados) es el más directamente afectado.

Los mercados regulados (traducidos en la LMV como mercados secundarios oficiales) son la forma básica en la que operaban casi todos los mercados secundarios españoles hasta ahora y, en ese sentido, la MiFID introduce pocas novedades. Sin embargo, es en la dinámica general de otras formas de contratación en lo que la MiFID resulta transformadora.

Hasta ahora, la situación de los mercados secundarios de renta variable en Europa (y especialmente en España) mostraba un panorama de especialización de producto y competencia internacional. Es decir, los mercados secundarios en cada país estaban concentrados en un polo de liquidez, típicamente en la bolsa de valores (con ramificaciones regionales de distinto alcance). Dicho polo contaba con reglas de exclusividad o preferencia para lograr que las operaciones sobre acciones se canalizaran a través de las bolsas. El antiguo artículo 36 de nuestra LMV es un ejemplo de ello. Dichos mercados nacionales, en la práctica cuasimonopolios, competían entre ellos internacionalmente, en una carrera por atraer los *listings* de emisores internacionales y por incrementar el volumen transaccional. En ese proceso de competencia se pusieron de manifiesto argumentos para la concentración internacional del sector, que han desembocado en un proceso intenso (y aún probablemente inconcluso) de fusiones

y adquisiciones internacionales ente mercados regulados.

Lo que la MiFID implica es una dinámica distinta. El cambio principal es romper la regla de concentración haciendo que ya no sea necesario canalizar las operaciones por el mercado regulado de cada país, sino que coexistan plataformas y sistemas de negociación alternativos.

La antigua directiva DSI (de 1993, reemplazada por la MiFID) ya establecía el concepto de mercado regulado y ordenaba su funcionamiento. Sin embargo, la MiFID va mucho más allá al establecer un terreno de juego en el que puedan competir libremente distintas modalidades de mercado sobre los mismos instrumentos financieros. Así, se introducen dos figuras: los sistemas multilaterales de negociación (SMNs) y la internalización.

Ni los SMNs ni la internalización son totalmente nuevos en nuestro mercado. Los primeros son plataformas similares a los SON (Sistemas Organizados de Negociación) españoles. La internalización, por su parte, no es distinta del modo actual de funcionamiento de una parte del mercado de renta fija (entre las entidades y sus clientes o entre éstos). Lo que sí es novedoso es la aplicación sistemática, organizada y transparente de criterios comunes que aseguren la competencia entre centros de contratación (*trading venues*). Veamos a continuación las características de cada uno de los nuevos centros de contratación que la MiFID regula.

4.1. Los sistemas multilaterales de negociación

Se define el concepto de sistema multilateral de negociación como un mercado multilateral sujeto a normas de funcionamiento no discrecionales. Probablemente es difícil distinguir mediante la sintaxis de la definición un SMN y un mercado regulado: ambos son mercados, ambos son multilate-

rales, ambos tienen reglas no discrecionales y ambos dan lugar a transacciones y contratos entre las partes. Y desde luego, ambos están regulados (por la propia MiFID). Esa es precisamente la intención de la MiFID: alinear las definiciones al máximo (como reconoce el considerando 6 de la Directiva) para fomentar la competencia entre ambos en términos de negociación.

Un SMN puede presentar dos modalidades, no excluyentes entre sí, en función de que los valores que negocie estén o no admitidos previamente en un mercado regulado. Cuando se trata de una admisión «derivada», adicional a la que ya existe en un mercado regulado, podríamos hablar de plataformas de *trading* en competencia: el mercado regulado y el SMN se presentan ante los participantes del mercado como alternativas en las que canalizar sus órdenes sobre los mismos valores, sin que ello suponga diferencia alguna para los emisores. Cuando se trata de un SMN cuyos valores no tienen ningún «listado» oficial previo, el papel del SMN es ofrecer a los emisores (no a los intermediarios) un mecanismo de cotización menos oneroso y exigente del que trazan los mercados regulados. Por el contrario, ofrece a los inversores menor protección y transparencia que las que ofrece un mercado regulado, como veremos a continuación. Por esta razón, muchos han usado el término *quality seal* (sello de calidad) para referirse al plus de transparencia, protección frente al abuso de mercado e información pública que los mercados regulados ofrecen a los inversores.

Paradójicamente, la diferencia clave entre mercados regulados y SMNs no se encuentra en la MiFID, sino en las demás directivas –previas en su mayoría– del Plan de acción para los servicios financieros (PASF). Así, la directiva de Transparencia (2004) establece obligaciones de comunicación a los emisores cuyos valores estén en mercados «regulados»; la Directiva de Folletos (2003) regula las condiciones de emisión de valores

que se admitan a negociación en mercados «regulados» y la Directiva de Abuso de Mercado (2003) establece las conductas ilícitas sobre valores negociados en mercados «regulados». Es decir, son otras directivas, y no la MiFID, las que explican la principal diferencia entre un mercado regulado y un SMN. Básicamente, los emisores de valores que optan por listar sus valores en un SMN en lugar de en un mercado regulado no tienen obligaciones de transparencia ni de folleto de emisión (salvo que ofrezcan al público la emisión).

Quizás lo más sorprendente de las diferencias regulatorias de mercados regulados y SMNs sea la aplicación exclusiva de la Directiva de Abuso de Mercado (artículo 9) a los valores admitidos en mercados regulados. Desde un punto de vista teórico, resulta probablemente razonable establecer dos niveles de información pública (transparencia y folletos) entre mercados regulados y SMNs. Sin embargo, resulta chocante que la utilización de información privilegiada y la manipulación de las cotizaciones de un mercado sean conductas, según el esquema regulatorio comunitario, prohibidas sólo en valores admitidos en mercado regulado. La extrañeza proviene del hecho de que el abuso de mercado, a diferencia de los requisitos de información y transparencia, atenta directamente contra los inversores y participantes, causa perjuicios económicos concretos y empaña la integridad del mercado. Por ello, algunos países, como España, han optado por extender a los SMNs algunas de las prohibiciones referentes a manipulación de mercado e *insider trading* de las que gozan los mercados regulados. El capítulo II del título VII de la LMV no distingue –salvo excepciones y posibilidades de desarrollo reglamentario– entre los distintos tipos de mercado a la hora de declarar ilícitas ciertas conductas (manipulación de precios, difusión de información engañosa, uso de información privilegiada) o establecer obligaciones a los emisores e intermediarios para prevenirlas. Así,

en nuestro país, un SMN es un mercado alternativo a uno regulado en materia de requisitos informativos: no uno que pueda manipularse con impunidad o que ofrezca a los iniciados (*insiders*) un campo de juego libre donde operar.

Los SMN son el paradigma de los «mercados alternativos» como el Alternative Investment Market (AIM) británico o el Alternext francés: diseñados para albergar valores de compañías de pequeña y mediana capitalización cuyas estructuras no soportan fácilmente los costes que la regulación impone a los emisores de valores negociados en mercados regulados.

Por supuesto, la MiFID contiene varios requisitos que los SMNs deben cumplir, tanto en su proceso de autorización inicial, su organización o la operativa de las transacciones que en ellos se concluyen, que han supuesto un nuevo título (el XI) a la LMV. No entraremos aquí a describirlos en detalle, pero el espíritu de los mismos es, por una parte, asegurar la idoneidad de su estructura y reglamento y, por otra, garantizar la transparencia (previa y posterior a la negociación) de las transacciones.

4.2. Requisitos de transparencia de la negociación

El problema de la transparencia, entendida en el sentido de la difusión de precios y volúmenes de las operaciones ejecutadas en el seno de un mercado o sistema, es un punto central de los cambios introducidos en la LMV a raíz de la MiFID. La premisa básica consiste en que es imposible asegurar la competencia entre centros de contratación (*trading venues*) si no se asegura un nivel mínimo de difusión a las condiciones (precio, volumen) que cada uno ofrece. Todo ello tiene una vertiente llamada pretransparencia, que se refiere al conocimiento por el mercado de las cotizaciones ofertadas por los participantes del mercado, imprescindible para permitir un acceso

claro, no discriminatorio y eficiente a los inversores y participantes del mercado. El concepto de post-transparencia se refiere a la publicación de las características (hora, precio y volumen) de las transacciones reales; operaciones efectivamente cruzadas. Se establece asimismo un régimen de demora admitida en la publicación de dichos datos para evitar que las posiciones adoptadas por una entidad, al hacerse públicas en tiempo real, puedan ser aprovechadas por los demás participantes del mercado para adoptar estrategias de *trading* en su contra. Dichas demoras, como establece el Anexo II del reglamento 1287/2006, son inversamente proporcionales a la liquidez del valor y directamente proporcionales al tamaño de cada transacción.

La LMV recoge (apoyada por el Reglamento 1287/2006) una serie de requisitos de información que los SMNs y los mercados regulados deben ofrecer respecto a las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado. Básicamente, la publicación continuada de precios de compra y venta y del volumen de las posiciones existentes a dichos precios. Nótese que dichas obligaciones se limitan, en principio (salvo desarrollo por Orden Ministerial) a un subconjunto reducido de instrumentos financieros: aquellos en los que los SMN y los mercados regulados compiten entre sí y sólo en la categoría de renta variable.

La exclusión que la MiFID plantea respecto a la renta fija, al apartarla de las categorías de activos que cuentan con obligaciones de pre- y post-transparencia, ha sido objeto de debate reciente en los distintos niveles de las instituciones europeas y de la comunidad de supervisores del mercado de valores⁴. La cuestión esencial, que la MiFID dejó abierta y sujeta a un informe específico de la Comisión Europea, es hasta qué punto la extensión al mercado de bonos de las obligaciones de transparencia podría afectar negativamente a su liquidez. El argumento central de esa discusión lo configura

el peculiar carácter bilateral y descentralizado de los mercados de bonos, guiados por precios (*quote-driven markets*) a diferencia de los principales mercados electrónicos de acciones, guiados por órdenes (*order-driven markets*). De momento, la conclusión de dicho debate se inclina hacia no extender las obligaciones de transparencia a la renta fija. Sin embargo, la reciente crisis de las *sub-primes* ha puesto en evidencia cómo la transparencia (aunque sea mínima) de los mercados de valores pueden suponer un factor muy relevante y útil en momentos de incertidumbre sobre el valor razonable de un activo.

Antes de pasar a tratar la cuestión de las demás formas de contratación establecidas en la LMV por virtud de la MiFID, puede ser útil recalcar los pilares del paradigma de competencia entre centros de negociación y su lógica implícita. Si el objetivo es la competencia entre centros (pilar 1), deben existir mecanismos que procuren que las órdenes se canalicen hacia aquellos centros que ofrezcan mejores condiciones. Aquí surge el principio de «mejor ejecución» (pilar 2), en el que no entraremos en esta sección pero que persigue asegurar las mejores condiciones de ejecución posible para las órdenes de los clientes, en términos de precio, posibilidad de ejecución, rapidez y otras. Pero, siguiendo la lógica de la MiFID, no es posible evaluar la calidad de la ejecución (lo que a su vez permitirá elegir entre centros en competencia) sin conocer los «resultados» de cada mercado para cada instrumento financiero (transparencia, pilar 3). Por tanto, la transparencia es concebida como un instrumento para procurar optimizar la calidad de ejecución y asegurar una competencia justa entre mercados, sistemas y plataformas de contratación.

⁴ Véase Olea F., «Efectos de la Transparencia en el mercado de bonos: el debate europeo», Boletín Trimestral, III Trimestre, 2007. CNMV

4.3. La internalización

A pesar de que el debate sobre los cambios introducidos en la LMV por la MiFID se centre habitualmente en la posible competencia de SMNs y mercados oficiales, posiblemente el cambio más relevante en este ámbito sea la consagración de la internalización. Ésta consiste en las transacciones efectuadas entre una ESI o entidad de crédito y sus clientes, actuando aquella por cuenta propia o entre los clientes de la misma sin intervención de un mercado secundario. En este caso, más que hablar de intermediación financiera (trasladar la orden a un mercado) hablamos de operativa directa. La internalización puede ser ocasional o sistemática, cuando la entidad dedica medios estables a dicha actividad, realizándola de forma frecuente, organizada y sistemática. En este caso, la LMV establece una serie de requisitos y obligaciones para el desarrollo de esta actividad sobre acciones, en materia de transparencia, ejecución de las órdenes y tratamiento de los clientes.

Las principales precauciones en materia de transparencia procuran equiparar la difusión de cotizaciones (pre-transparencia) y la publicación de operaciones (post-transparencia) de los internalizadores sistemáticos a las que las acciones líquidas tienen en mercados regulados y SMNs. Del mismo modo, se les aplica el deber de mejor ejecución, para evitar que la ejecución fuera de mercados secundarios (oficiales o no) suponga un perjuicio para los clientes.

Es complejo prever el grado de desarrollo de este modelo de negociación en España en los próximos años, pero parece claro que supone una actividad potencialmente atractiva para grandes entidades con carteras amplias de clientes, no tanto por la posibilidad de mejora de precios por la concentración de la liquidez sino por la vertiente de ahorro de costes de transacción. Quizás el aspecto más interesante a medio plazo de este tipo de contratación radica en

la internalización «no sistemática», sujeta a muchas menos obligaciones de transparencia y abierta a una panoplia muy amplia de instrumentos financieros. En este caso, de nuevo, la obligación de procurar la mejor ejecución para los clientes resulta clave para el funcionamiento correcto del mercado de valores. Para que sea factible la operativa por cuenta propia o entre clientes al margen de un mercado organizado será necesario habilitar cuanto antes canales de comunicación directos entre los intermediarios financieros y el depositario central de valores para poder liquidar este tipo de operaciones.

4.4. Implicaciones en la supervisión: la comunicación de operaciones

Una consecuencia directa de la multiplicidad de modalidades de contratación que se abre con la reforma de la LMV es la necesidad de mantener la unidad de supervisión sobre el mercado, sea cual sea la forma de contratación. Para ello, la MiFID (y con ella la LMV) establece la obligación de las entidades autorizadas a operar por cuenta propia o ajena de comunicar al supervisor del mercado todas las operaciones de compra-venta que hayan ejecutado. Dicha obligación, que la MiFID establece, como mínimo, en las operaciones sobre valores admitidos a negociación en mercados regulados, ha sido ampliada en varios países (entre ellos España) a las operaciones sobre otros instrumentos financieros. Así, la LMV la establece para todos los instrumentos financieros enumerados en el artículo 2 de la Ley, salvo las participaciones en Instituciones de inversión colectiva (IIC) no cotizadas. La lógica de esta ampliación radica en la íntima conexión de algunos instrumentos, como por ejemplo los contratos por diferencias (CFDs), *equity swaps* u opciones negociadas fuera de mercado (OTC), sobre los precios y la actividad de los mercados regulados.

Para asegurar que el supervisor de un mercado obtiene y centraliza la información que, en los mercados europeos, se genera sobre los valores de dicho mercado, se establecen obligaciones de envío de información a las comisiones de valores de los países de la UE.

Estas nuevas obligaciones de información (a cumplimentar, como máximo, el día hábil siguiente a la ejecución) se extienden a todas las compras y ventas a vencimiento, independientemente de dónde (dentro o fuera de los mercados regulados o SMNs) han sido ejecutadas o de cuál es la nacionalidad del emisor. Desde la aprobación del Real Decreto 217/2008, la comunicación de operaciones por cuenta ajena debe incluir la identificación de los clientes por cuenta de los cuales se realiza la operación.

5. CONCLUSIONES

La Directiva MIFID es seguramente uno de los acontecimientos más importantes de la primera década del siglo XXI en el ámbito de la regulación financiera. En realidad, no se trata más que de una mejora, una segunda versión mejorada, de una de las Directivas a las que sustituye, la Directiva de Servicios de Inversión. Sin embargo, la sustitución es del tal calado que apenas se recuerda la Directiva original.

Aunque la MIFID, entendida en toda su extensión normativa, es decir niveles 1, 2 y 3 aborda cambios estructurales en la arquitectura del mercado de valores y junto con

otras como la Directiva bancaria, en la estructura en la que se asienta el sistema financiero, hay dos aspectos especialmente relevantes y que deben ser analizados por separado en un mismo momento, como la ruptura del principio de concentración, en lo que se refiere a los mercados; y un nuevo enfoque para abordar la protección de los clientes, en el ámbito de la prestación de servicios.

Más allá de describir las implicaciones estructurales que la Directiva tiene en el mercado de valores español, es preciso interrelacionarlas, de forma que esta gran reforma se vea incardinada en un proceso evolutivo más amplio y se comprendan de mejor manera sus efectos reales sobre la estructura del moderno mercado español de valores. Aspectos como los cambios en los requisitos organizativos de las entidades que prestan servicios, con sus importantes novedades, especialmente en el ámbito del control o en las relaciones con clientes que, pese a ser importadas del régimen europeo tienen, su inspiración en las normas españolas de los años noventa, determinarán el éxito o fracaso del mercado de valores español en los próximos años. Por otra parte, los cambios estructurales en los mercados, como la existencia de sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos compitiendo con los mercados oficiales, así como las reglas de *pre* y *post* transparencia determinarán el funcionamiento comparado de nuestros mercados en un contexto de competencia extrema.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AVGOULEAS, E. (2004): «The New EC Financial Markets Legislation and the Emerging Regime for Capital Markets», *Yearbook of European Law* 2004, 321.
- COMISIÓN EUROPEA, (2006): Directiva 2006/73/ EC. *Official Journal of the European Union*.
- 2006: Reglamento 1287/2006. *Official Journal of the European Union*.
- FERRARINI, G. y RECINE, F. (2006): «The MiFID and Internalisation», *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, Oxford. HARRIS, L.E. (2002): *Trading and exchanges*, Oxford University Press, Oxford.
- LEVITT, A. (2000): «Best Execution, Price Transparency and Linkages: Protecting the Investor Interest», *Washington University Law Quarterly*, 78, 513-8.
- NELSON, P. (2008): *Capital markets Law and compliance: the implications of MiFID*, Cambridge University Press.
- STOLL H.R. (2002): «Market fragmentation» en *Financial Analysts Journal*, 57, 4, 1620
- 2003: «Market Microstructure» en CONSTANTINIDES G., HARRIS M. Y STULZ R., *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier/North-Holland, Amsterdam. UNIÓN EUROPEA, (2004): Directiva 2004 /39/EC. *Official Journal of the European Union*.