

¿Es un sistema multilateral una plataforma en la que se negocian participaciones de instituciones de inversión colectiva (IIC) de tipo abierto?

José F. Canalejas Merín

Asociado del Área de Banca, Mercado de Capitales de GA_P

En este documento se analizan determinadas cuestiones suscitadas en el litigio que resuelve la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta), de 16 de noviembre del 2017, Robeco Hollands Bezit NV y otros contra Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) (asunto C 658/15).

1. Introducción

La Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta), de 16 de noviembre del 2017, asunto C-658/15, tiene por objeto la delimitación de ciertos aspectos del concepto de ‘mercado regulado’ (art. 4, apdo. 1, punto 14, de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril del 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros —Directiva MiFID I—).

2. Supuesto de hecho

Esta sentencia resuelve la cuestión prejudicial presentada en un litigio contra la autoridad de los mercados financieros de los Países Bajos (*Stichting Autoriteit Financiële Markten —AFM—*), en relación con la imposición de determinadas tasas por gastos en los que había incurrido la autoridad en su función de supervisión.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

Las demandantes en el litigio principal neerlandés eran organismos de inversión colectiva de «tipo abierto», siendo las participaciones de sus fondos negociadas en el sistema Euronext Fund Service un segmento de Euronext Amsterdam NV¹.

El órgano jurisdiccional que remite la cuestión prejudicial plantea si puede subsumirse en el concepto de mercado regulado un sistema de negociación en el que participan agentes de fondos e intermediarios que representan a organismos de inversión de «tipo abierto» y a inversores, respectivamente, y que en el gestor únicamente asiste a esos organismos de inversión en su obligación de ejecutar las órdenes de compra y de venta de participaciones colocadas por dichos inversores.

Entre los miembros del referido sistema se encuentran los agentes de fondos y los intermediarios. Los intermediarios recogen las órdenes de compra y de venta de los partícipes y las transmiten al agente del fondo de inversión respectivo. Las operaciones se llevan a cabo fijando precios «futuros», entendiéndose que, cuando un intermediario da una orden a un agente hasta las 16.00 horas, éste la ejecuta al día siguiente a las 10.00 horas sobre la base del valor liquidativo del fondo de inversión, ajustado para tener en cuenta los gastos de la operación.

3. Definición de *mercado regulado* y la cuestión litigiosa

De la definición que contiene la Directiva MiFID I se deduce que en un sistema de negociación de instrumentos financieros deben concurrir las condiciones siguientes para que éste se pueda considerar un mercado regulado:

- funcionar de forma regular y contar con una autorización administrativa de conformidad con lo dispuesto en el título III de la Directiva MiFID I (mercados regulados);
- ser un sistema multilateral de negociación operado por un gestor de mercado que actúe como tercero independiente de los compradores y de los vendedores;
- reunir, o brindar la posibilidad de reunir, dentro del sistema, diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros;
- las transacciones de los instrumentos financieros admitidos a negociación según sus normas o sistemas tienen que dar lugar a la celebración de contratos;
- funcionar de acuerdo con normas no discrecionales.

¹ <https://www.euronext.com/fr/funds/dutch-funds-nav-trading-facility>

La cuestión litigiosa resuelta por la sentencia se limitaría fundamentalmente a determinar si el sistema se trata de un sistema multilateral y la exigencia del cruce de intereses de compra y de venta de múltiples terceros en el sistema.

4. Diferenciación entre sistema bilateral y multilateral

A pesar de que los demandantes argumentaron que la plataforma era un sistema bilateral de transmisión de órdenes de compra y de venta de participaciones en fondos de inversión, esta sentencia destaca que la actuación de los agentes y los intermediarios no debe ser un obstáculo para que el sistema sea considerado un sistema multilateral.

La resolución judicial indica que los considerandos de la norma vigente en ese momento diferenciaban claramente los mercados regulados y los sistemas de negociación multilateral de los sistemas bilaterales². El gestor del mercado o la empresa de inversión que opera un sistema multilateral actúa sin asumir riesgo y sin comprometer capital propio en la conclusión de operaciones efectuadas dentro de ese sistema. En los sistemas bilaterales una empresa de inversión participa en cada negociación por cuenta propia y no como una contraparte exenta de riesgo, interpuesta entre el comprador y el vendedor.

No es posible defender que el sistema se parece más a un sistema bilateral porque es siempre un organismo de inversión colectiva el que ejecuta efectivamente en su seno la orden de compra o venta del inversor. Las operaciones de compra y de venta de participaciones se ejecutan dentro del propio sistema.

La negociación de las participaciones en el Euronext Fund Service facilita la distribución de las instituciones de inversión colectiva al favorecer el cruce de los intereses vendedores y compradores de los fondos. Euronext Amsterdam NV interviene como gestor del sistema, sin que fuera necesaria su participación en operaciones bilaterales.

5. Exigencia del cruce de intereses de compra y de venta de múltiples terceros

En los mercados regulados es posible tanto la colocación inicial (primaria) de instrumentos financieros, como su negociación secundaria posterior en el mercado³.

² Considerando 6. Debe tenerse en cuenta que la Directiva MiFID I no definía expresamente en su articulado el concepto de 'sistema multilateral'.

Vide el documento CESR, «Standards for Alternative Trading Systems» de julio del 2002, CESR/02-086b). Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/1-02_086b.pdf.

Cfr. el artículo 4, apartado 1, punto 19, de la Directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo del 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).

³ Vide MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.ª ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, págs. 463 y ss.

El hecho de que dentro de un sistema no haya negociación entre los distintos intermediarios o entre los distintos agentes de los fondos de inversión resultaría irrelevante, dado que dichos agentes pueden concluir dentro del sistema operaciones con varios intermediarios y a la inversa. En el sistema, los agentes de los diversos fondos se encuentran con múltiples intermediarios que representan a los inversores. Este sistema no es un simple canal informático de transmisión de órdenes, sino un sistema en el que se negocian instrumentos financieros y cuya actividad se desarrolla de conformidad con las normas fijadas por el gestor. En la sentencia se argumenta que la confrontación, dentro del sistema, de los intermediarios que representan a los inversores y de los agentes de los fondos de inversión constituye reunión de los diversos intereses de compra y de venta de múltiples terceros. Los intermediarios pueden elegir qué transacciones llevar a cabo con agentes de unos u otros fondos; dichos agentes, por su parte, pueden negociar con los intermediarios distintos inversores.

En el caso de que la fijación del precio de las transacciones en la plataforma no se rigiese por la ley de la oferta y la demanda de los instrumentos financieros negociados dentro de ella, la Directiva MiFID I no fija las diversas modalidades de formación de precios como elemento diferenciador de los mercados regulados⁴.

La resolución mantiene que no es posible interpretar la expresión *intereses de compra y venta* de forma limitativa, de modo que excluya los saldos de un partícipe en el sistema de negociación únicamente porque sean el resultado de una obligación de comprar o emitir tales participaciones.

⁴ El abogado general, en sus conclusiones, argumenta que sí hay un cierto protagonismo de la oferta y de la demanda de participaciones en la formación de precios, ya que, cuando la demanda y la oferta de participaciones de un fondo coinciden, son compensadas por su agente, pero, si la demanda supera a la oferta, los inversores pagan un porcentaje adicional sobre las participaciones; en el caso inverso, se les hace un descuento.