

Nueva reforma del Derecho europeo del mercado de valores (MiFID II/MiFIR)

Se modifican la directiva y el reglamento de mercados de instrumentos financieros en materia de transparencia pre- y postnegociación, se crea un sistema de información consolidada en la Unión Europea y se introduce la prohibición del pago por canalización de órdenes de clientes.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

Tras más de dos años de tramitación se ha publicado en el *Diario Oficial de la Unión Europea* del 8 de marzo la reforma de lo que se conoce como MiFID II/MiFIR, esto es, de las normas europeas de nivel 1 sobre los mercados de instrumentos financieros. Se trata del Reglamento (UE) 2024/791 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de febrero, por el que se modifica el Reglamento (UE) 600/2014 [MiFIR] en lo que se refiere a la mejora de la transparencia de los datos, la eliminación de obstáculos al establecimiento de sistemas

de información consolidada, la optimización de las obligaciones de negociación y la prohibición de recibir pagos por el flujo de órdenes, y de la Directiva (UE) 2024/790 del Parlamento y del Consejo, de 28 de febrero, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros [MiFID II].

Las modificaciones del reglamento (MiFIR) entrarán en vigor el 28 de marzo de este año, mientras que, en el caso de la directiva, el plazo de transposición al Derecho interno de los Estados miembros finaliza el 29 de septiembre

del 2025. El grueso de la reforma se contiene en el MiFIR, estando la modificación de la MiFID II destinada al traslado de algunas previsiones del régimen de acceso y funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros al reglamento europeo, además de a la introducción de algunas particularidades en este régimen de las que nos ocupamos, sin ánimo de exhaustividad, en este análisis. Los legisladores europeos explican el porqué de la relativa brevedad en la reforma de la directiva y de la amplitud de la contenida en el reglamento por la necesidad de terminar con las diferentes transposiciones de la MiFID II a los Derechos de los Estados miembros, lo que ha llevado a condiciones de competencia desiguales entre los centros de negociación de la Unión; por ello, se considera que el reglamento es el instrumento técnico idóneo para una verdadera unión europea de los mercados de capitales.

2. La modificación de la MiFID II

Como ha puesto de relieve la Autoridad Europea de Valores y Mercados en un informe del 2021 sobre el funcionamiento de los sistemas organizados de contratación, la práctica ha evidenciado que no toda la actividad de negociación multilateral de instrumentos financieros se realiza a través de los centros de negociación autorizados, sean éstos mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) o sistemas organizados de contratación (SOC), al existir en Europa plataformas de negociación no transparentes (*dark trade*). Para salvaguardar la igualdad de las condiciones de competencia y, especialmente, para garantizar una aplicación uniforme en la Unión Europea de la exigencia de previa autorización

Se crea el sistema de información consolidada a través de los PIC

administrativa para los sistemas de negociación multilateral —especialmente en el caso de sistemas híbridos, esto es, los que combinan dos o más mecanismos de negociación (por ejemplo, libro electrónico de órdenes y corros de viva voz)—, estos sistemas híbridos requerirán en todo caso autorización administrativa previa para realizar actividades de negociación multilateral, sea como mercado regulado, sistema multilateral de negociación o como sistema organizado de contratación. Por ello, se traslada el contenido del artículo 1.7 de la MiFID II al artículo 1, nuevo apartado 5 *ter* del MiFIR y también se remite a este reglamento la definición de *sistema multilateral de negociación*.

Se aclara y amplía la no necesidad de autorización como empresa de servicios de inversión a entidades no financieras que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados de éstos y que no presten ningún otro servicio de inversión o realicen actividad de inversión alguna en relación con los citados instrumentos financieros cuando estas entidades no financieras ejecuten estas operaciones como *parte de la gestión de liquidez* (lo destacamos en cursiva por ser novedad de la norma) o reduzcan de manera objetivamente mensurable los riesgos vinculados directamente a la actividad comercial o a la actividad de financiación de tesorería de las mencionadas entidades no financieras o sus grupos (nueva redacción del inciso *ii* del apartado 1, letra *d* del artículo 2 de la MiFID II).

Se simplifica la definición de *internalizador sistemático* contenida en el artículo 4.1.20 de la directiva: «... una empresa de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente

y sistemático, negocia por cuenta propia instrumentos de capital ejecutando órdenes de clientes al margen de un mercado regulado, un SMN o un SOC, sin gestionar un sistema multilateral, *o que decide adoptar la condición de internalizador sistemático* [cursiva nuestra]». Se sustituye la evaluación cuantitativa del carácter frecuente y sistemático de la negociación que realiza por cuenta propia la empresa de servicios de inversión para su consideración como internalizador sistemático por criterios cualitativos cuando negocien por cuenta propia instrumentos de deuda, ya que en la reforma del reglamento se excluyen de las obligaciones de transparencia prenegociación estos internalizadores sistemáticos para los instrumentos de deuda, quedando sometidos únicamente al régimen de transparencia prenegociación cuando operen sobre acciones y valores a ellas asimilados.

Se amplían las excepciones al cumplimiento de los requisitos de transparencia prenegociación —previa autorización de las autoridades competentes— para los instrumentos financieros distintos de las acciones, esto es, bonos, productos estructurados, derechos de emisión, derivados y «paquetes de órdenes».

El artículo 27 de la MiFID II, relativo a la obligación de las empresas de servicios de inversión de ejecutar las órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente, es objeto de una amplia reforma que está vinculada al establecimiento de un sistema de información consolidada (*consolidated tape*), puesto que el sistema actual se consideraba ineficiente a los efectos de garantizar que determinada información pre- y postnegociación fuera conocida

por el inversor. El nuevo sistema de información consolidada recogido en el MiFIR aportará información sobre el mejor precio comprador o vendedor europeo, la información postnegociación relativa a las operaciones en acciones y fondos de inversión cotizados, bonos y otros valores de deuda y derivados extrabursátiles, información que podrá utilizarse para que la empresa de servicios de inversión demuestre que ha cumplido con el principio de ejecución

óptima (conocido tradicionalmente como *principio de mejor ejecución*). Relacionado con ello, se delega en la Autoridad Europea de Valores y Mercados la elaboración de proyectos de normas técnicas sobre los criterios que deben tenerse en cuenta para determinar y evaluar la eficacia de la política de ejecución de órdenes a fin de cumplir este principio, teniendo en cuenta la diferencia entre clientes minoristas y profesionales.

Se introducen previsiones para la mejora del régimen de limitación de la volatilidad en los mercados regulados de derivados energéticos y sobre materias primas (limitación y suspensión de la negociación) y se habilita a la Autoridad Europea de Valores y Mercados para elaborar una propuesta de desarrollo *reglamentario* de estos criterios que deberán aplicar las sociedades rectoras de estos mercados regulados. Se recogen asimismo otras modificaciones de los artículos 57 y siguientes de la directiva vigente.

Se introducen previsiones para la mejora del régimen de limitación de la volatilidad en los mercados regulados de derivados energéticos y sobre materias primas (limitación y suspensión de la negociación) y se habilita a la Autoridad Europea de Valores y Mercados para elaborar una propuesta de desarrollo *reglamentario* de estos criterios que deberán aplicar las sociedades rectoras de estos mercados regulados. Se recogen asimismo otras modificaciones de los artículos 57 y siguientes de la directiva vigente.

Por último, la Directiva 2024/790 actualiza el elenco de las obligaciones cuyo incumplimiento habrá de ser objeto de la correspondiente sanción administrativa. En el epígrafe siguiente nos ocupamos de algunas de ellas introducidas en la reforma del MiFIR.

Los sistemas híbridos de negociación requerirán autorización previa

3. La reforma del MiFIR

El sistema de información pre- y postnegociación establecido por el Reglamento 600/2014 no tuvo la acogida esperada desde el momento en que ninguna entidad financiera regulada ha solicitado autorización administrativa para operar como «proveedor de información consolidada» (PIC). Ello ha obligado a la Comisión Europea a replantearse esta materia. Como resultado, en el Reglamento 2024/791 se crea el sistema de información consolidada (*consolidated tape*) para permitir «un flujo electrónico continuo de datos en tiempo real con el fin de ofrecer una visión global de los precios y el volumen de los instrumentos financieros de capital e instrumentos asimilados negociados en toda la Unión en múltiples centros de negociación». En el nuevo sistema, todos los centros de negociación y los «agentes de publicación autorizados» (APA) han de transmitir determinados datos a los proveedores de información consolidada —en tiempo real por la sincronización en la Unión de la hora de remisión de estos datos— de forma que sean públicamente accesibles por los inversores. El nuevo artículo 11 recoge excepciones a esta obligación para los instrumentos financieros de deuda, titulizaciones y derechos de emisión.

Se centraliza con ello la información pre- y postnegociación que han de publicar los organismos rectores y las empresas de servicios de inversión que gestionan centros de negociación (mercados regulados, SMN y SOC) relativa a las operaciones con instrumentos financieros en ellos realizadas, delegándose en la Autoridad Europea de Valores y Mercados el pertinente desarrollo *reglamentario* de los detalles del sistema. Para los gestores de mercados de pymes en expansión (SMN) y mercados regulados de pequeño tamaño, que gestionan el 1 %

o menos del volumen total de la negociación de acciones en la Unión, la participación en el sistema de información consolidada tiene carácter voluntario, con las excepciones que se detallan en el nuevo artículo 22 bis del reglamento.

Será esta autoridad europea la competente para establecer el procedimiento de selección de un proveedor de información centralizada para cada una de las siguientes categorías de instrumentos financieros: bonos y obligaciones, acciones y fondos cotizados y derivados extrabursátiles. El proceso de selección de estos tres proveedores, cuyo nombramiento será por un periodo de cinco años, habrá de iniciarse antes del 29 de diciembre del 2024 (nuevos arts. 27 *quinquies bis* y *ter* del MiFIR).

Relacionado con ello, se modifica el régimen de publicación por los internalizadores sistemáticos de las cotizaciones de acciones y valores a ellas asimilados por encima de unos determinados umbrales (art. 14 del MiFIR).

Con carácter general, se amplían los límites del cumplimiento de la obligación —previa autorización por el supervisor nacional— de publicar los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación (*depth of trading interests*) a dichos precios respecto a valores de deuda, titulizaciones, derechos de emisión y derivados, por los organismos rectores de los centros de negociación y las empresas que gestionan uno de estos centros (nueva redacción del artículo 9 en materia de transparencia prenegociación). Para las acciones y valores asimilados a ellas, la exención de publicación de estos datos en función del volumen total de negociación del valor en la Unión Europea (*volume cap*) se fija en un umbral único del 7 % en el artículo 5 del reglamento modificado.

Respecto a la *vis atractiva* de los mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos para la negociación de las acciones («obligación de negociación de acciones»), se da nueva redacción al artículo 23.1 del reglamento, incorporando el criterio al respecto emanado de la Autoridad Europea de Valores y Mercados: sólo las acciones con código ISIN (*international securities identification number*) del Espacio Económico Europeo habrán de negociarse, o bien en un centro de negociación europeo (mercado regulado o SMN), o por medio de un internalizador sistemático europeo, o bien en un centro de negociación de un tercer país considerado equivalente, a menos que en este último caso las acciones se negocien «en la moneda local [piénsese en el bitcoin] o en una moneda de fuera del EEE» o, en el resto de los supuestos, se trate de operaciones sobre acciones realizadas «entre contrapartes elegibles, entre contrapartes profesionales o entre contrapartes elegibles y profesionales, y no contribuyan al proceso de formación de precios». Se suprime por ello la exención de la obligación de negociación para las operaciones sobre acciones que no sean sistemáticas, sino *ad hoc*, irregulares y ocasionales.

En relación con los derivados extrabursátiles sometidos a la obligación de negociación en centros de negociación por encima de determinados umbrales, se armoniza esta obligación con la de compensación establecida en el Re-

glamento 648/2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, eximiendo de ambas obligaciones a determinadas entidades financieras y no financieras de menor tamaño (véanse, especialmente, art. 1.3 y art. 28 del reformado MiFIR). Por otra parte, puesto que los *servicios de reducción del riesgo postnegociación* son operaciones técnicas preestablecidas que no contribuyen al proceso de formación de precios y que se consideran neutras con respecto al riesgo de mercado al ser operaciones destinadas a reducir el riesgo en cada una de las carteras, las operaciones con derivados extrabursátiles que se realizan como resultado de servicios de reducción del riesgo postnegociación quedan eximidas de la obligación de negociación de derivados. Se delega en la Comisión Europea la determinación del concepto *servicios de reducción del riesgo postnegociación* y la determinación de los datos de las operaciones que deben registrarse. Asimismo, se establecen normas destinadas a permitir la suspensión de la obligación de negociación.

Por último, queremos destacar también en la reforma la inclusión de la prohibición del pago por canalización de órdenes de clientes en un nuevo artículo 39 bis del MiFIR, cuestión de la que nos ocupamos en *Actualidad GA_P* de 21 de febrero del 2024 (véase en este [enlace](#)).

Advertencia legal: El contenido de este documento no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

Para más información, consulte nuestra web www.ga-p.com, o diríjase al siguiente e-mail de contacto: info@ga-p.com.