

LA REGLAMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DE INVERSIÓN EN LA DENOMINADA “MiFID II”.

Comunicación presentada por el académico de número

Agustín Luna Serrano

el día 10 de mayo de 2016

1. Introducción.

El mercado financiero se caracteriza, además de por su importancia económica, por su dimensión transnacional, por la complejidad técnica de su funcionamiento y por los riesgos que la participación en el mismo pueden suponer para los usuarios de los servicios que en el mismo se proporcionan. Las características apuntadas se incrementan en la dimensión global que en la actualidad alcanza el mercado financiero, se hacen particularmente presentes en razón de la enorme rapidez y del automatismo con que se llevan a cabo las operaciones que son propias del mismo y se hacen todavía más patentes como consecuencia de la constante aparición de nuevos productos que se ofrecen en tal mercado.

Uno de los ámbitos del mercado financiero que por sus características y por su relevante importancia, no sólo económica sino también política, es más significativo el que se refiere a las operaciones de inversión, en el contexto de las cuales la problemática que afecta a los mercados financieros adquiere connotaciones especial, a las cuales no dejan de atender los gobiernos de los diferentes Estados y también las autoridades comunitarias. A nivel europeo, estas realidades intentaron ser encauzadas inicialmente mediante la directiva 93/22/CEE, que estableció las condiciones para que las empresas de inversión y los bancos europeos autorizados para prestar dichos servicios pudieran desenvolver adecuadamente sus actividades y establecer sucursales en los diferentes estados miembros. Con tal finalidad, esta directiva se proponía la armonización de los requisitos de autorización para que dichas empresas pudieran prestar los servicios de inversión y procuraba propiciar una mayor uniformidad de las modalidades del funcionamiento de las mismas, a la vez que establecía, en sus aspectos generales, una regulación del mercado financiero en lo que a las actividades de inversión se refería.

La importancia creciente de las actividades de las mencionadas empresas canalizadoras de la inversión, la notable ampliación de la gama de servicios e instrumentos que las mismas ofrecían a sus clientes, así como la acusada mayor complejidad del funcionamiento de tales empresas, aconsejó a las autoridades comunitarias la sustitución de la indicada directiva de 1993 por la más articulada y sistemática directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, habitualmente conocida como “MiFID-I”, cuyos intentos fundamentales se orientaron, en una línea de mayor rigor, por disciplinar armónicamente, a nivel europeo y en el cuadro del mercado único, el funcionamiento de las empresas de inversión, fijar las condiciones del ejercicio de sus actividades y proporcionar a los inversores clientes de las mismas empresas un elevado nivel de protección.

Aunque la directiva de 2004 fue modificada en diversas ocasiones para adoptarse a las cambiantes condiciones del mercado financiero por sendas directivas de los años 2004, 2006, 2007, 2008 y 2010, la grave crisis financiera de los últimos tiempos ha ido poniendo de manifiesto una serie de carencias en relación al funcionamiento y a la transparencia de los mercados financieros, de manera que la evolución de los mismos ha requerido una ulterior reforma normativa de carácter más general y de mayor calado. Con esta finalidad y propósito se ha dictado la directiva 2014/65/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de los instrumentos financieros. De manera paralela a esta directiva, habitualmente conocida como “MiFID II”, se coloca el reglamento 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de la misma fecha de 15 de mayo de 2014, si bien hay que indicar que, como veremos, la efectividad de ambos documentos normativos comunitarios se pospone al día 3 de enero de 2017 -periodo que posteriormente se ha alargado un año más-, en cuya fecha se prevé que la directiva haya sido ya traspuesta a los ordenamientos internos de los diferentes Estados miembros y el reglamento alcance su entrada en vigor.

2. Las razones básicas de la emanación de la “MiFID II”.

La aparición de la denominada “MiFID II” de mayo de 2014 viene justificada por una serie de concausas, puestas de manifiesto y a la vez agudizadas por la crisis financiera y luego económica, que han ido determinando modificaciones significativas en la evolución de las actividades de inversión, comportando, por un lado, nuevos riesgos para los

clientes inversores; transformando significativamente, por otro lado, los mecanismos operativos del mercado financiero; y provocando también, por otro lado todavía, problemas añadidos en relación al funcionamiento de las empresas dedicadas a la prestación de servicios financieros.

Entre dichas concausas son probablemente las más importantes, al menos a mi juicio, además de las consecuencias provocadas por la repercusión sobre la actuación de las empresas de inversión de la crisis económico-financiera indicada, la necesidad de proteger más eficazmente a los clientes inversores que tratan con dichas empresas, el crecimiento exponencial de la llamada negociación algorítmica o telemática y la aparición de nuevos operadores en el mercado de inversión.

3. Una más exigente regulación de las empresas de inversión.

La crisis indicada ha determinado, en efecto, la emersión de significativas carencias en cuanto al funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros, cuya evolución ha mostrado la necesidad de reforzar la reglamentación de dichos mercados y, consecuentemente, de las empresas que prestan dentro de los mismos servicios de inversión, con el objeto de tutelar mejor a los inversores y ampliar dicha reglamentación a sectores anteriormente no reglamentados -como, por ejemplo, la negociación de instrumentos financieros relacionados con mercancías o relativos a las actividades energéticas- y de dotar a las autoridades de vigilancia de poderes adecuados para que puedan llevar a cabo adecuadamente sus funciones.

En relación a conseguir un mejor funcionamiento y una mayor transparencia e integridad de los mercados financieros -a cuya genérica finalidad atienden sus arts. 29 a 32- se ocupa la directiva -de cuyo contenido normativo se excluyen las empresas de seguros y las que prestan servicios de inversión a una empresa madre- de establecer requisitos más rigurosos para la autorización del establecimiento de las empresas de inversión, cuya autorización, si bien se confía a los Estados miembros, debe regirse por las exigencias que señalan los arts. 6 a 16 de la directiva, en los que, en particular, se requiere la lógica especificación de los servicios y actividades de inversión a que la empresa se quiere dedicar, la indicación de la eventual prestación por las empresas de inversión de servicios accesorios y la necesaria información complementaria a facilitar

por la empresa que solicita la autorización. Hay que señalar que, respecto de la concesión de tal autorización, podrá elaborar las indicaciones y propuestas que considere conveniente el organismo de control europeo denominado ESMA (Autoridad Europea de los Valores y del Mercado), al que luego nos referiremos.

Por otra parte, insistiendo en planteamientos anteriores acogidos en la directiva 2013/36/UE, se refuerzan las normas -de que son expresión los arts. 34 a 38- sobre la organización de las empresas de inversión en cuanto a la preparación técnica de su personal; en cuanto a la política de prestación y oferta de servicios, actividades, operaciones y productos de inversión ofrecidos, con indicación de sus eventuales riesgos; en cuanto a las características de los eventuales clientes destinatarios de las prestaciones indicadas; en cuanto a la exigencia de la honorabilidad de los directivos de tales empresas; y así mismo en cuanto a la previa identificación de los accionistas o socios con participaciones significativas en la empresa prestadora de servicios de inversión. Asimismo se establecen adecuados controles internos a desarrollar en el ámbito de las propias empresas.

Por lo demás, el ya recordado reglamento 600/2014, complementario de la directiva que da lugar a la “MiFID II”, dicta normas encaminadas al incremento de la transparencia en la pre-negociación y en la post-negociación de los instrumentos representativos de capital -como acciones, certificados de depósito, determinados fondos indexados y otros instrumentos financieros similares- mediante la obligación de hacer públicos los precios corrientes de adquisición y de venta y también de la significación de los correspondientes intereses de negociación (arts. 3, 6 y 20); asimismo normas dirigidas a conseguir la mayor transparencia en la pre-negociación y en la post-negociación de instrumentos no representativos de capitales (arts. 8, 10 y 21); y también normas que dedican una particular atención al caso de las operaciones que se llevan a cabo por las empresas de inversión que operan por cuenta propia y ejecutando órdenes de clientes al margen del mercado reglamentado (arts. 14 y 18).

El reglamento 60/2014 establece también que las empresas de inversión están obligadas a asegurar que operan de manera honesta, equitativa y profesional, de modo que así contribuyen a la integridad del mercado (art. 24). Asimismo deben conservar los registros relativos a las operaciones

llevadas a cabo y mantenerlos durante cinco años a disposición de las autoridades competentes (art. 25), a señalar a estas autoridades las operaciones ejecutadas (art. 26) y también a proporcionar a las mismas los datos de referencia relativos a los instrumentos financieros objeto de negociación (art. 27). El reglamento contiene también otras numerosas previsiones -que sería aquí ocioso enumerar- encaminadas en general a conseguir tanto la transparencia como la eficiencia de los mercados financieros y, por repercusión, de las empresas de inversión que operan en los mismos.

4. Una más acusada atención al cliente inversor.

La “MiFID II” ha puesto de relieve que, ante el considerable aumento del número de inversores y la ampliación y complejidad de la gama de servicios y de instrumentos financieros que se les ofrecen, se hace necesario establecer un elevado nivel de protección para los clientes de las empresas de inversión. Los mismos, definidos como las personas físicas o jurídicas a las que una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios accesorios, se distinguen en la directiva entre “clientes profesionales” y “clientes al detalle”, a cuyos segundos lógicamente se debe atender de una manera mayormente adecuada a su posición contractual.

En relación a los clientes inversores, la “MiFID II” se reafirma prácticamente en las tradicionales exigencias de protección a los consumidores en sus artículos 24 y siguientes, en los que, por la particular complejidad que presenta la contratación con las empresas de inversión y por la variedad de productos que las mismas ofrecen en orden a la inversión (valores mobiliarios consistentes en acciones u obligaciones, instrumentos del mercado monetario, cuotas en organismos de inversión colectiva, contratos de opción y contratos denominados de futuros, swaps, etc.) se señalan los deberes de información a cargo de las empresas no sólo en relación a los productos financieros que, de manera aislada o formando un paquete, ofrecen a sus clientes sino también a las eventuales actividades conexas que las empresas pueden proporcionar a su clientela, como por ejemplo actividades de consultoría. Para asegurar el más exacto cumplimiento de los deberes de información a sus clientes y, en su caso, de la prestación a los mismos de funciones de consultoría se obliga a las empresas de inversión que los empleados a los que las mismas confíen tales

funciones tengan la preparación idónea y adecuada para llevarlas a cabo. La misma obligación de información alcanza también al supuesto de la eventual prestación de los servicios solicitados por el cliente a través, según es frecuente, de otra empresa de inversión. También insiste la directiva de julio de 2014 en la obligación que tiene la empresa de inversión de cumplir las órdenes del cliente inversor en las condiciones más favorables con arreglo a las circunstancias del mercado financiero.

Naturalmente, en su caso, serán de aplicación a los contratos entre el inversor y la empresa de inversión las normas que, en relación al mercado financiero o establecidas con carácter general, se refieren a las cláusulas generales de la contratación y, en particular, a las que puedan calificarse como vejatorias o abusivas. Por lo demás, la directiva se refiera también a las organizaciones de consumidores de productos de inversión, en orden, en su caso, al ejercicio de las correspondientes *class actions* o acciones colectivas.

5. La atención a la negociación algorítmica.

En el ámbito de los mercados financieros es cada vez más intenso y acelerado el incremento de la denominada negociación algorítmica o electrónica, en la cual un algoritmo informatizado determina automáticamente todos o algunos de los aspectos de la orden de inversión, con intervención humana nula o mínima y con las ventajas de una mayor accesibilidad de los inversores al mercado, de la menor volatilidad de éste en tiempo muy breve y de la más perfecta ejecución de las órdenes de inversión. Estas realidades y evidentes ventajas han determinado, en consecuencia, que en los mercados financieros se haya arrinconado en la práctica la negociación que podríamos llamar presencial.

Sin embargo, la negociación algorítmica requiere también hacer frente a los riesgos que la misma de por sí puede comportar –eventual desorden, volatilidad y anomalías en el mercado e incluso la posible utilización de técnicas orientadas a finalidades legalmente prohibidas-, de modo que las empresas de inversión que llevan a cabo negociaciones algorítmicas -en particular las que persiguen estrategias de “*market making*”- deben adoptar controles y sistemas adecuados a tal actividad, en particular en cuanto a que la negociación de que hablamos se desarrolla en alta frecuencia y en un sistema de negociación que analiza datos o señales del mercado a velocidad

elevada para poder enviar o actualizar un gran número de órdenes en un espacio de tiempo brevísimo, en cuyo espacio, a menudo de menos de un día, se crean además y se liquidan posiciones negociales con gran rapidez y se lleva a cabo un elevado tráfico de mensajes constitutivos de órdenes, contingentaciones de las mismas y anulaciones.

Además de los riesgos apuntados, de los que pueden derivarse de la automaticidad del sistema y de los que pueden deberse también, en las habituales operaciones internacionales, a la falta de coordinación de los diversos fusos horarios o asimismo del casi contemporáneo envío de un gran número de órdenes a tiempo brevísimo -la llamada por ello “alta frecuencia”- o también de la sobrecarga de los sistemas en las sedes de las organizaciones de inversión, la negociación algorítmica conlleva también el grave riesgo de la posible alteración de los precios cuando se introducen en el algoritmo computerizado un gran número de órdenes y, más todavía, el riesgo del abuso del mercado presionando en una línea del mismo y no en otra o indicando un cierto título o producto financiero y no en cambio otros que le hacen competencia. No puede excluirse, por lo demás, que la negociación algorítmica pueda también facilitar el denominado “blanqueo” de dinero.

Los riesgos indicados son puestos de relieve en el preámbulo de la directiva de que venimos hablando y la misma pretende que los mismos sean mitigados por medio de oportunos controles no sólo de naturaleza técnica sino también, sobre todo, de supervisión y vigilancia por parte de las autoridades competentes.

6. La presencia de nuevos operadores en el mercado financiero.

Por otra parte, en un sector de la actividad económica tan importante como es el de las operaciones de inversión que tienen lugar en el mercado financiero, la prestación de servicios de comunicación de los datos fundamentales de dicho mercado es esencial para que los clientes de las empresas de inversión, las propias empresas y las autoridades estatales y comunitarias que tienen confiada la vigilancia de los mercados financieros puedan tener una visión global de las actividades de la negociación inversora en los diferentes mercados financieros que se desenvuelven en el ámbito de la Unión Europea. Esta realidad ha comportado la aparición de nuevos agentes que operan en el mercado financiero, por lo que su

actividad ha considerado el legislador comunitario que debe ser autorizada y reglamentada.

Pensemos, por ejemplo, en que, además de las actividades de consultoría que con frecuencia las empresas de inversión ofrecen a los inversores o que empresas independientes ofrecen a los mismos - actividades que el paquete normativo de la “MiFID II” regula decididamente-, han aparecido recientemente los llamados suministradores o proveedores de datos referentes al mercado. A estos nuevos operadores dedica la nueva directiva 2014/65/UE la debida atención en sus arts. 59 a 66, en los cuales se describen y regulan las entidades conocidas como las APA, como las CTP o también PIC y como las ARM o también SIA.

En lo que se refiere a los agentes autorizados de publicaciones de datos (APA), que facilitan informaciones sobre las operaciones llevadas a cabo por las empresas de servicios de inversión, la nueva normativa prevé que tales informaciones deben ser cercanas en el tiempo, que su formato debe ser accesible y comprensible y que dichas informaciones no pueden ser recogidas y eventualmente suministradas de manera discriminatoria.

Con relación a los suministradores o proveedores de un sistema consolidado de información o publicación (CTP o también PIC), cuya función es la de recopilar el conjunto consolidado de los datos reunidos por los centros de negociación y por los agentes autorizados para la publicación de los datos sobre operaciones a término (APA), la directiva de julio de 2014 regula su actividad en el sentido de que la misma debe ordenarse a la finalidad de facilitar un flujo continuo de los datos electrónicos sobre los precios de los productos de inversión y sobre el volumen negociado de cada uno de dichos productos financieros, tantos sí los mismos son o no representativos de capitales. En relación a estos suministradores de información consolidada, la “MiFID II” dicta normas encaminadas a procurar la mayor transparencia de la información consolidada que facilitan estas nuevas entidades y, por tanto, también la mayor eficiencia de su funcionamiento.

El tercero de los nuevos operadores que actúan en el mercado financiero y a que atiende la nueva regulación contenida en la “MiFID II” está constituido por los denominados sistemas de información autorizados (ARM o también SIA), encargados de notificar a las autoridades

competentes y al ESMA los datos relativos a los instrumentos financieros negociados diariamente y, por tanto, a las órdenes ejecutadas por las empresas de inversión. Al objeto de la funcionalidad de sus actividades, las informaciones suministradas por los ARM o SIA deben transmitirse a las autoridades de los distintos Estados miembros de la Unión Europea y a la ESMA no más allá del día sucesivo al que han tenido lugar las transacciones indicadas.

7. Apreciaciones conclusivas.

Como se ha intentado señalar, el diseño legislativo que se deriva del conjunto disciplinar constituido por los dos documentos normativos complementarios que forman la directiva y el reglamento de 15 de mayo de 2014, es de gran amplitud y de no menor ambición, puesto que se propone nada menos que reordenar con carácter general el entero mercado financiero en que se desarrollan las actividades de inversión.

Es de observar, sin embargo, que, por una parte, la reglamentación que las dos normas postulan no será operativa hasta el año 2017; por otra parte, que la misma conocerá también cuando esté vigente numerosas excepciones; y todavía por otra parte, que la implementación de las medidas que la directiva prevé requiere la determinación de una abundante serie de medidas complementarias que hagan la reforma operativa que aún están por determinar. La directiva contiene, en efecto, un largo elenco de exenciones obligatorias y facultativas respecto de las previsiones que se señalan en sus muy largos arts. 2 y 3 y, por su parte, el reglamento contiene asimismo numerosas excepciones a sus previsiones en sus arts. 4 y 9. Por otro lado, la operatividad de las previsiones de la directiva, aparte de que se alcanzará solamente cuando la misma se haya traspuesto a los ordenamientos internos de los países miembros de la Unión Europea, requiere que respecto de sus previsiones se articulen, en una segunda fase de implementación, las medidas significativamente denominadas de “nivel 2”, de las que se prevé que la ESMA o “Autoridad Europea de Valores y del Mercado” haya de proponer alrededor de un centenar.

Puede pensarse que lo prolongado de la *vacatio legis* de la reforma - ahora ampliada hasta 2018-, que las aludidas exenciones o excepciones a la nueva normativa y el hecho de que la misma requiera de una segunda fase de determinación de medidas complementarias o de “nivel 2”, que

consienta su efectiva aplicabilidad, se justifican por la importancia, la complejidad, la rápida evolución e incluso la creciente sofisticación del mercado financiero. Pero puede imaginarse asimismo que tales aspectos dependen también de la tibieza y aún de la timidez, cuando no de la perplejidad, con que la Unión Europea aborda las cuestiones de mayor importancia y que superan aspectos meramente formales, puramente burocráticos o de ordinaria administración.

Las cuestiones que se refieren al mercado financiero tienen un alcance no sólo económico sino también político y afectan a poderosas empresas de inversión cuya capacidad fáctica de influencia sería ingenuo despreciar y de las cuales los técnicos en que se apoyan tienen una preparación seguramente mayor que la de los funcionarios de la unión.

El hecho de que la norma comunitaria relativa a los mercados financieros haya sido modificada en multitud de ocasiones es bastante expresiva de las concretas vicisitudes de adaptación a los diferentes intereses que en tales mercados concurren y no sería extraño que antes del día 3 de enero de 2017 -ahora ya de 2018-, en que las disposiciones examinadas habrían de tener efectividad, se publicasen por parte de la Unión Europea otras normativas, las cuales, a su vez, sin duda requerirían otras “medidas de nivel 2” necesarias para su concreta implantación.