

## Spread the love

**La AEVM propone reformar las reglas de publicación de cotizaciones por parte de las empresas de inversión que actúan como internalizadores sistemáticos, para evitar comportamientos desleales. El alto grado de transparencia exigible en los centros de negociación debe garantizar que el proceso de formación de precios no se vea comprometido por la fragmentación de mercados, afectando a la liquidez y perjudicando a los inversores. La consulta pública está abierta hasta el 28 de enero de 2018.**

La AEVM ha hecho público su documento de consulta para la reforma del [REGLAMENTO DELEGADO \(UE\) 2017/587](#) DE LA COMISIÓN de 14 de julio de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.o [600/2014](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR), en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de transparencia aplicables a los centros de negociación y las empresas de servicios de inversión respecto de las acciones, los recibos de depositario, los fondos cotizados, los certificados y otros instrumentos financieros similares y a las obligaciones de realización de las operaciones respecto de ciertas acciones en un centro de negociación o por un internalizador sistemático (SI).



Entre Barakaldo y Portugalete

**El núcleo de la consulta (y de la reforma que se propone) se basa en la necesidad de garantizar plena transparencia en la formación de precios en la UE. Nos**

referimos en concreto en la primera de las cuestiones a debate, **que tiene que ver con las diferencias en los precios de cotizaciones de valores, recibos de depositario y fondos cotizados, publicadas en los mercados regulados frente a las publicadas en los llamados Internalizadores Sistemáticos (SI).**

Son internalizadores sistemáticos aquellas empresas de servicios de Inversión y entidades de crédito que de forma organizada, frecuente y sustancial negocian por cuenta propia al ejecutar órdenes de clientes al margen de la negociación realizada en los centros de negociación. La categorización obligatoria de una ESI como internalizador sistemático se rige por criterios cuantitativos, que tienen en cuenta el volumen y la frecuencia de las operaciones OTC por cuenta propia llevadas a cabo. Además, la ESI puede optar voluntariamente por someterse al régimen de internalización sistemática.

MiFID II-MiFIR ampliaron el régimen de transparencia aplicable a los internalizadores sistemáticos, de modo que éstos deben notificar esta forma de operar a la autoridad competente y han de hacer públicas cotizaciones en firme no solo respecto de acciones, sino también respecto de otros instrumentos financieros para los que sean internalizadores sistemáticos y exista un mercado líquido.

Cabe recordar que los artículos [14 y 15 de MIFIR](#) establecen la obligación de los internalizadores sistemáticos de hacer públicas las cotizaciones en firme en instrumentos sobre valores, de modo que para los instrumentos líquidos, la publicación se haga de forma regular y continua, y para los instrumentos ilíquidos se revelen las cotizaciones a sus clientes previa solicitud. Concretamente, según el artículo 14 (3) de MIFIR, los requisitos de las cotizaciones publicadas por los SI, entre otros, *han de reflejar las condiciones prevalecientes en el mercado para ese instrumento*. Tal disposición se encuentra desarrollada en el artículo 10 del [Reglamento Delegado sobre cuya modificación se consulta](#) y que refleja (o debería reflejar la RTS 1 de ESMA ), conforme a la cual *“Los precios publicados por un internalizador sistemático reflejarán las condiciones prevalecientes en el mercado cuando estén cerca del precio, en el momento de la publicación, a las cotizaciones de tamaños equivalentes para el mismo instrumento financiero en el mercado más relevante en términos de liquidez para ese instrumento financiero* ». Con la publicación del documento de consulta AEVM está proponiendo completar el artículo citado con la mención *“and where the price levels could be traded on a trading venue at the time of publication”*. La aprobación de la reforma implicaría que la publicación de cotizaciones por parte de los SI debería reflejar más precisamente las variaciones en precios, de un modo similar a lo que ya es obligatorio en los mercados regulados, es decir la cotización en el instante.

Frente a la actual redacción de la RTS 1 y también del Reglamento Delegado, existe un

debate en torno a si las cotizaciones de internalizadores sistemáticos pueden verdaderamente reflejar adecuadamente las condiciones reinantes en el mercado cuando esas cotizaciones no reproducen los incrementos de precios mínimos ('ticks'), a diferencia de lo que si ocurre en los mercados regulados. La cuestión resulta especialmente relevante respecto de las acciones sujetas a la obligación de negociación, en virtud del artículo 23 de MIFIR, sólo en mercados regulados, SMN, SI y centros de negociación de terceros países equivalentes, puesto que la mayor flexibilidad permitida actualmente a los SI pudiera suponer para éstos una ventaja competitiva como centros de negociación y tener como resultado que grandes volúmenes de órdenes que se negocian en los mercados regulados pasen a ser ejecutados en SI ( OTC).



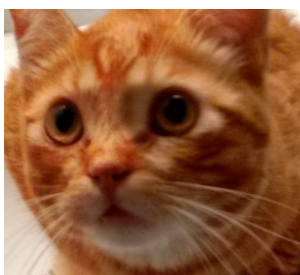
Puente Romano. By Ricardo Castellanos Blanco

En efecto, la flexibilidad adicional proporcionada a los SI y la posibilidad de utilizar incrementos de precios más pequeños en comparación con los incrementos de precios disponibles en los centros de negociación podrían permitirles ofrecer cotizaciones con precios marginalmente mejorados, más atractivos pero menos precisos. Tal resultado parece probable en el entorno impulsado por la tecnología actual donde el flujo de pedidos se redirige automáticamente a las órdenes con mejor cotización, en particular como resultado del uso creciente de enrutadores inteligentes, y en cumplimiento de las órdenes de mejor ejecución. Argumenta la AEMV en su justificación de la consulta y eventual reforma, que en último término no se beneficia necesariamente a los inversores finales pues, si bien la situación actual puede tener como resultado unos precios marginalmente mejores, al mismo tiempo se socaba la liquidez disponible, la valoración de los instrumentos y la fijación eficiente de los precios de los instrumentos negociados.

Recordemos que el régimen de tamaño mínimo de las órdenes "tick" se introdujo en el artículo 49 de MiFID II para armonizar los incrementos de precios en los centros de negociación europeos, evitar que los tamaños mínimos se utilizasen con fines contrarios a la competencia entre centros y para evitar la "race to the bottom", que se había observado

después de la introducción de MiFID I (con órdenes cada vez más pequeñas para ganar cuota de mercado, por parte de algunos intermediarios). Tales tamaños granulares tenían un efecto muy perjudicial sobre la profundidad del mercado y sobre la calidad de la liquidez (que se dispersaba). Aquella situación ya había obligado a los centros de negociación europeos a acordar voluntariamente tablas de tamaño comunes, incluso antes de la aprobación de MIFID 2. En ese contexto, la flexibilidad reconocida a los SI parecería contradictoria con el objetivo general MiFID II, y podría producir movimientos hacia los SI y en particular a entidades que operan OTC actuando como SI Abundando en la cuestión.

La AEVM señala que su razonamiento para fundamentar la reforma se ve respaldado por el considerando 18 de MiFIR *«A fin de garantizar que las operaciones extrabursátiles no comprometan la eficiencia de la formación de precios ni la transparencia y equidad de los distintos modos de negociación, deben aplicarse requisitos de transparencia prenegociación adecuados a las empresas de servicios de inversión que negocien por cuenta propia instrumentos financieros extrabursátiles, en la medida en que lo hagan en su calidad de internalizadores sistemáticos en relación con acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados u otros instrumentos financieros similares para los que existe un mercado líquido, bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados negociados en un centro de negociación y para los que exista un mercado líquido.»*



Por estos motivos, la AEVM desea proponer una enmienda al RTS 1 para aclarar **que, para los instrumentos sujetos al régimen de tamaño mínimo del RTS 11** ([REGLAMENTO DELEGADO \(UE\) 2017/588 DE LA COMISIÓN de 14 de julio de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas al régimen de variación mínima de cotización aplicable a las acciones, los recibos de depositario y los fondos cotizados](#)), las cotizaciones publicadas en los SI, sólo reproducen las condiciones del mercado, si reproducen los incrementos de precios aplicables a los centros de negociación de la UE con los mismos instrumentos

Cabe añadir que otras modificaciones insertas en la consulta de la que se da noticia en esta entrada afectan al modo en el que las Reglas Técnicas de AEVM fueron informadas al Reglamento Delegado de la Comisión.