

Referencias Jurídicas CMS | Artículo de fondo

Mercados y Servicios Financieros

Noviembre 2018

Principales cuestiones introducidas por MiFID II

Fernando Revuelta y Santiago García de Fuentes

El pasado mes de octubre entró en vigor el Real Decreto-ley 14/2018 que modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Con la entrada en vigor de dicho Real Decreto-ley se completa la, tan esperada, transposición de MiFID II, que se inició en diciembre de 2017 con la aprobación del Real Decreto-ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. No obstante, se tendrá que esperar al desarrollo reglamentario para analizar cómo se regula la implementación de diversas cuestiones de importancia.

Con fecha 29 de septiembre de 2018 se publicó en el BOE el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores ("**LMV**"), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (el "**RDL 14/2018**").

La entrada en vigor tuvo lugar el pasado 1 de octubre de 2018, a excepción de determinadas modificaciones que serán de aplicación una vez se apruebe el real decreto que desarrolle la LMV y que, presumiblemente, modificará el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Con la entrada en vigor del RDL 14/2018, y a expensas del desarrollo reglamentario de la LMV, se completa la transposición de MiFID II.

Conviene recordar que, aunque el proceso de transposición de MiFID II en España se haya completado tan recientemente, el plazo fijado para la transposición de MiFID II, después de varias prórrogas otorgadas por los reguladores europeos para que el sector tuviera tiempo suficiente para adaptarse a los nuevos requerimientos regulatorios, era el 3 de enero de 2018. A partir de esta fecha las disposiciones de MiFID II tenían que haber sido transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico. En dicha fecha, también comenzaba a ser de aplicación el Reglamento (UE) n.º 600/2014, de 15 de mayo de 2014 ("**MiFIR**").



El retraso en la transposición ha supuesto, en mayor o menor medida, una *desventaja* competitiva para las empresas que prestan servicios y actividades de inversión en España con respecto a sus competidores en Europa. Por ese motivo, un gran número de empresas que prestan servicios y actividades de inversión (“**ESAI**”) en España ya habían adaptado sus sistemas y formas de operar antes de la entrada en vigor del RDL 14/2018.

No obstante lo anterior, dada la técnica legislativa utilizada por el legislador, las ESAI deberán esperar al desarrollo reglamentario de la LMV para ver cómo se implementan finalmente las nuevas obligaciones introducidas por el RDL 14/2018 en la LMV.

A continuación, realizamos un resumen de las principales novedades introducidas por el RDL 14/2018 que, a nuestro modo de entender, pueden ser relevantes para las ESAI que desarrollen su actividad en España.

Instrumentos financieros

Una de las principales novedades introducidas por el RDL 14/2018 es la modificación de la definición de instrumento financiero. El RDL 14/2018 modifica la definición de instrumento financiero de tal forma que:

- Se incluye en la definición de instrumento financiero a los contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física que se negocien en un sistema organizado de contratación (SOC), exceptuando los productos energéticos al por mayor que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física (conocido en el mercado como el REMIT *carve-out*).
- Se añade una nueva categoría de instrumento financiero, los derechos de emisión sobre gases de efecto invernadero, de conformidad con la Directiva 2003/

87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003.

Además, conviene destacar que el legislador ha decidido seguir la técnica legislativa que había utilizado su homólogo europeo con MiFID y MiFID II y ha movido la definición de instrumento financiero del articulado a un anexo y ordenado las diferentes categorías de instrumentos financieros para adecuarlos a la situación financiera actual.

Otra de las novedades que es preciso destacar es la modificación de la definición de instrumento financiero no complejo. El RDL 14/2018 modifica la LMV para incluir, ordenar y aclarar ciertos conceptos.

A continuación, destacamos las modificaciones más relevantes:

- Incluye como instrumento financiero no complejo a las acciones admitidas a negociación en un SMN y excluye a las acciones de instituciones de inversión colectiva distintas de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), como pueden ser los AIFs, y a las acciones que incorporen derivados.
- Aclara que solo las obligaciones u otras formas de deuda titulizadas que estén admitidas a negociación en un mercado regulado u equivalente de un tercer país o SMN y siempre que no incluyan derivados o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre, tendrá la consideración de instrumento no complejo.
- Excluye a los OICVM estructurados; e
- Incluye a los depósitos estructurados, siempre y cuando no incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en cuanto a rendimiento o coste de salida del producto antes de su vencimiento.

Por último, el RDL 14/2018 modifica la LMV para calificar a los derechos de emisión sobre gases de efecto invernadero como instrumento financiero complejo y aclarar que todo instrumento de deuda que de derecho a adquirir o vender valores negociables o que den lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas y tenga la consideración de pasivo admisible a efectos de una recapitalización interna, tendrá la consideración de instrumento financiero complejo.

Ámbito de aplicación de la LMV y excepciones

Otra de las modificaciones más relevantes introducidas por el RDL 14/2018 son las relativas al ámbito de aplicación de la LMV.

El RDL 14/2018 ha modificado el ámbito de aplicación de la LMV para (i) aclarar que ésta es de aplicación a las ESAI domiciliadas en España y a las domiciliadas en terceros países que presten servicios y actividades de inversión o ejerzan actividades de inversión mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de prestación de servicios sin sucursal, a los organismos rectores de los mercados regulados, SMN o SOC domiciliados en España e (ii) incluir a los proveedores de suministros de datos domiciliados en España, los cuales son analizados más adelante.

Por otro lado, el RDL 14/2018 ha modificado significativamente el régimen de excepciones aplicables a personas que prestan algún tipo de servicio o actividad de inversión en España. El objetivo de tan profunda modificación ha sido restringir su aplicación de tal forma que se aumente la protección de los inversores.

A continuación, resumimos las novedades más relevantes:

Negociación por cuenta propia

Antes de la entrada en vigor del RDL 14/2018 las personas que prestaban únicamente los servicios y actividades de negociación por cuenta propia y (i) no fueran creadores de mercado ni (ii) negociaran por cuenta propia al margen de un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación de forma organizada, frecuente y sistemática proporcionando un sistema accesible a terceros con objeto de entrar en negociación con ellos, no estaban sujetos a la LMV.

Con la entrada en vigor del RDL 14/2018, esta excepción se ve restringida de tal forma que la LMV no aplicará a las personas que (i) negocien por cuenta propia con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas, derechos de emisión, o derivados de estos y (ii) no presten ningún otro servicio de inversión o realicen ninguna otra actividad de inversión con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas o de derechos de emisión o derivados de estos, siempre y cuando no:

- (a) sean creadores de mercado,
- (b) sean miembros o participantes de un mercado regulado o un SMN por una parte, o tengan un acceso electrónico directo a un centro de negociación, por otra, excepto las entidades no financieras que ejecuten en un centro de negociación operaciones que reduzcan de manera objetivamente mensurable los riesgos vinculados,
- (c) apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia, o
- (d) negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes.

Actividad auxiliar

En relación con la excepción de actividad auxiliar, el RDL 14/2018 ha reducido su aplicabilidad de forma considerable.

Con la anterior redacción de la LMV, la excepción de actividad auxiliar era de aplicación a aquellas personas que negociaban por cuenta propia con instrumentos financieros o prestaban servicios de inversión en instrumentos financieros derivados sobre materias primas o contratos de derivados a los clientes de su actividad principal.

Con la nueva redacción, la aplicabilidad de la excepción en cuanto a las personas que prestan servicios de negociación por cuenta propia se ha reducido a aquellas personas que negocien por cuenta propia con derivados de materias primas, derechos de emisión o derivados de los mismos. Otra de las novedades introducidas es que a las personas que apliquen técnicas de negociación algorítmica de alta frecuencia no les será de aplicación la excepción.

En cuanto a la determinación de actividad auxiliar, el RDL 14/2018 determina los criterios que deben analizarse para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar a la principal.

Por último, se introduce un nuevo requisito de notificación anual, en virtud de la cual, toda persona que se acoja a la exención de actividad auxiliar deberá notificar de este hecho a la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV").

Actuación transfronteriza y establecimiento de sucursales

El RDL 14/2018 incluye una nueva Sección 2ª en el Capítulo III del Título V en la que se recogen y ordenan los criterios aplicables a la actuación transfronteriza cuando intervienen terceros Estados.

Esta nueva sección, que en gran medida ordena lo ya regulado en la anterior redacción de la LMV, recoge la novedad de requerir a las empresas de terceros Estados que deseen prestar servicios y actividades de inversión, con o

sin servicios auxiliares, a clientes minoristas o a aquellos que hayan solicitado ser tratados como profesionales en España a establecer una sucursal en España y, por tanto, a obtener la pertinente autorización.

Igualmente, podemos encontrar como novedad que se faculta al regulador a requerir el establecimiento de una sucursal a las empresas de terceros Estados que deseen prestar servicios y actividades de inversión a clientes profesionales o contrapartes elegibles en España atendiendo al volumen de actividad, complejidad de los productos o servicios o a razones de interés general. Tendremos que esperar al desarrollo reglamentario para ver como se materializan tales cuestiones.

En este punto, creemos conveniente destacar que la referencia realizada en el artículo 171.2 de la LMV al artículo 205 es errónea y que debería haberse realizado al artículo 206 para, así, estar en consonancia con el resto del texto de dicho artículo y el artículo 39 de MiFID II.

Normas de conducta

Uno de los objetivos más importantes de MiFID II ha sido reforzar las normas de conducta aplicables a las ESAI.

A continuación, realizamos un resumen de las principales novedades en cuanto a normas de conducta se refiere:

Obligaciones de vigilancia y control

El RDL 14/2018 ha incluido importantes novedades sobre la vigilancia y control de los productos financieros, las estrategias de inversión y sus costes.

Se establece la obligación a las ESAI que diseñen productos financieros de (i) garantizar que los instrumentos financieros diseñados y la estrategia de distribución de los mismos cumplen con los estándares del mercado al que se dirigen, (ii) comprender las características de los instrumentos financieros diseñados, (iii) valorar la compatibilidad de los mismos con las necesidades de los clientes y con el mercado al que se dirigen y (iv) actuar en el interés del cliente.

No obstante, habrá que esperar al desarrollo reglamentario de la LMV para determinar el alcance de las obligaciones anteriormente descritas.

Deber de información

En cuanto a la información precontractual se determina que se deberá entregar al cliente con suficiente antelación. El contenido y alcance de la información precontractual será objeto de desarrollo reglamentario.

En relación con la información post-contractual, se introducen novedades relativas a la obligación de las ESAI a entregar siempre informes periódicos teniendo en cuenta el tipo y complejidad de los instrumentos financieros y na-

turalidad del servicio prestado y a entregar dichos informes en un soporte duradero.

Remuneraciones e incentivos

Uno de los temas más relevantes introducidos por el RDL 14/2018 ha sido el tema relativo a la remuneración y percepción de incentivos. Desde la publicación de MiFID II, éste ha sido uno de los temas más controvertidos y que más afectaba al mercado financiero español, dada la estructura del mismo. La mayoría de los grandes participantes en el mercado español han tenido que adecuar sus estructuras organizativas a los nuevos requisitos impuestos.

En primer lugar, el RDL 14/2018 establece como regla general que las ESAI no pueden remunerar a su personal de tal forma que éste entre en conflicto con su obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes.

En segundo lugar, la nueva redacción de la LMV ha restringido los casos en los que las ESAI pueden abonar o cobrar incentivos, entendidos éstos como cualquier honorario, comisión o beneficio no monetario. El RDL 14/2018 establece que las ESAI solo podrán abonar o cobrar incentivos en los casos que (i) estén diseñados para mejorar la calidad del servicio y (ii) no perjudiquen el cumplimiento de la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, tal y como se recoge en el artículo 208 de la LMV.

Asimismo, se introduce la distinción en entre el asesoramiento independiente y no independiente y la prohibición de percibir incentivos cuando se preste el servicio de gestión discrecional de carteras.

En este sentido, habrá que esperar al desarrollo reglamentario, que implementará lo dispuesto en la Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión, para ver en que supuestos se considera que se cumple con lo anterior.

Por último, otras novedades introducidas por el RDL 14/2018 en materia de incentivos son la obligación de las ESAI de:

- (i) informar claramente a sus clientes antes de la prestación del servicio de inversión o servicio auxiliar de la existencia, naturaleza, cuantía o método de cálculo de los incentivos, cuando existan, así como de los mecanismos de devolución de los incentivos, cuando esto sea de aplicación; y
- (ii) asegurar y demostrar a la CNMV que el personal que presta asesoramiento o proporciona información a los clientes cuenta con los conocimientos y competencias necesarias.

Gestión y ejecución de las órdenes de clientes

Otro de los aspectos que el RDL 14/2018 ha modificado con el objetivo de mejorar la protección del inversor son las cuestiones relativas a la gestión y ejecución de órdenes.

Las modificaciones introducidas obligan ahora a las ESAI a adoptar todas las medidas suficientes, y no razonables, como se preveía con anterioridad, para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes.

De igual forma, las ESAI deben adoptar medidas para facilitar la ejecución más rápida posible de órdenes de clientes a precio limitado de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o negociadas en un centro de negociación que no sean ejecutadas inmediatamente en las condiciones existentes en el mercado.

Además, el RDL 14/2018 ha introducido dos artículos nuevos exigiendo a las ESAI que (i) no perciban remuneración, descuento o beneficio no monetario alguno por dirigir órdenes a un determinado centro de negociación o de ejecución que incumpla las normas de conducta en materia de incentivos o conflictos de interés y (ii) publiquen, respecto de cada instrumento financiero y con carácter anual, los cinco principales centros de ejecución de órdenes y una valoración sobre la calidad de la ejecución en los mismos.

Proveedores de servicios de suministro de datos

Tal y como se ha indicado anteriormente, el RDL 14/2018 ha modificado el ámbito de aplicación de la LMV para recoger una nueva figura: los proveedores de suministros de datos domiciliados en España. Las nuevas disposiciones relativas a esta nueva figura están contenidas en un nuevo Título V bis de la LMV.

Este nuevo servicio de suministro de datos se plantea como esencial para que los clientes puedan tener una mejor visión global de la actividad negociadora en los mercados financieros españoles y que la CNMV pueda recibir información precisa y completa sobre las operaciones realizadas en dichos mercados.

La LMV recoge tres diferentes clases de proveedores que podrán prestar el servicio de suministro de datos, los cuales estarán bajo la supervisión de la CNMV:

- (i) Agentes de publicación autorizados (APA);
- (ii) Proveedores de información consolidada (PIC);
- (iii) Sistemas de información autorizados (SIA).

Los APA, PIC y SIA deberán contar con la correspondiente autorización de la CNMV siempre y cuando presten los correspondientes servicios de suministros de datos profesionalmente o de forma habitual en el ámbito de los dispuesto en MiFIR. No obstante, los PIC podrán prestar determinados servicios no sujetos a autorización, de conformidad con el artículo 13 del Reglamento Delegado 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016.

Conviene destacar que cualquier proveedor de suministro de datos autorizado por la CNMV puede prestar dichos servicios en otros Estados miembros y viceversa (pasaporte).

Asimismo, se recoge que las ESAI y los organismos rectores del mercado que gestionan un centro de negociación podrán prestar servicios de suministro de datos, siempre y cuando cuenten con la correspondiente autorización.

Todos los proveedores de suministros de datos regulados por la LMV tendrán que cumplir con ciertas obligaciones relativas a la difusión, la comunicación y el tratamiento de la información y, en particular, contar con políticas y mecanismos adecuados para publicar, recopilar o comunicar la información requerida en los plazos establecidos, dependiendo de si son APA, PIC y SIA.

De igual forma, los proveedores de suministro de datos tendrán que cumplir con requisitos de funcionamiento y organización interna. En particular:

- Que los miembros del órgano de administración cuenten en todo momento con la honorabilidad adecuada y los suficientes conocimientos, competencias y experiencia para el desempeño de sus funciones;
- Aplicar y mantener medidas administrativas para evitar conflictos de interés;
- Utilizar sistemas y dispositivos de seguridad que sean adecuados y lo suficientemente sólidos para garantizar la continuidad y regularidad de las prestaciones de servicios, garantizar la seguridad de los medios de transmisión de la información, reducir al mínimo el riesgo de corrupción de datos y de acceso no autorizado y evitar fugas de información antes de la publicación en aras de garantizar la no corrupción de los datos y su buen uso; y
- Contar con políticas que supervisen la externalización de los servicios.

Novedades en el régimen sancionador

El RDL 14/2018 también ha introducido novedades en el régimen sancionador contenido en la LMV. Estas modificaciones han sido llevadas a cabo para homogeneizar el régimen sancionador español con el europeo.

En líneas generales, las modificaciones han tenido el objetivo de endurecer las multas y dotar al regulador de nuevas sanciones.

En concreto, el RDL 14/2018 ha modificado la LMV para introducir nuevas sanciones por la comisión de infracciones muy graves y graves. A continuación, recogemos las más relevantes, las cuales se ajustarán en plazo dependiendo de si la infracción es muy grave o grave:

- (a) Restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas con la comisión de la infracción.
- (b) Revocación o suspensión de la autorización a una ESAI.

- (c) Prohibición de negociar por cuenta propia a toda persona con responsabilidades de administración o dirección en una ESAI o a cualquier otra persona física que se considere responsable de la infracción.
- (d) Inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en ESAI en caso de infracciones cometidas de forma reiterada.
- (e) Amonestación pública en el BOE, indicando la persona responsable y el carácter de la infracción.
- (f) En el caso de que una empresa de servicios y actividades de inversión adquiera una participación a pesar de la oposición de la CNMV, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, se dispondrá bien la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de votos, bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos.

En cuanto a las multas por sanciones muy graves, destacar que se ha (i) añadido la posibilidad de que la multa sea el

quíntuplo de la pérdida evitada, (ii) eliminado el tope de 600.000 euros en relación con la sanción del 5% de los fondos utilizados en la infracción y (iii) añadido dos nuevas multas; el 10% del volumen de negocios total anual de la entidad infractora y cinco millones de euros (5.000.000 €). Además, se ha aumentado del doble al triple del beneficio bruto obtenido una de las posibles multas por sanciones graves.

Por último, queremos destacar que se ha introducido un nuevo capítulo regulando la comunicación de infracciones (*whistleblowing*). En particular, se recoge posibilidad de poder informar a la CNMV de cualquier infracción de la que seamos conocedores relativa tanto a la LMV como a la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, pudiendo realizar la comunicación de manera anónima.

La presente publicación no constituye opinión profesional o asesoramiento jurídico de sus autores.

