



## Mercado de Capitales

Novedades Julio 2017



La presente *Newsletter* recoge las últimas novedades publicadas por las autoridades europeas y nacionales en materia de mercado de valores durante el mes de julio.

### I. MERCADO DE VALORES

▪ **ESMA. Q&A relativas a la aplicación de la Directiva de UCITS** (*vid*)

Se actualiza el documento de preguntas y respuestas (“Q&A”). En particular, la actualización llevada a cabo se refiere a:

- (i) **La concentración del emisor.** ESMA considera que no es de aplicación a las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (“UCITS”, por sus siglas en inglés) que replican o reproducen un índice y que están sujetas al artículo 53 de la *Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (“Directiva UCITS”)*, el límite del 40% establecido en el artículo 52.2 del mismo texto legal.
- (ii) **La independencia de los consejos de administración y funciones de supervisión.** ESMA considera que una persona que haya sido miembro del Consejo de Administración o del órgano de supervisión de una entidad cumple con el requisito de independencia previsto en el artículo 24.2 *Reglamento Delegado (UE) 2016/438 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, que complementa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo con respecto a las obligaciones de los depositarios*, siempre y cuando haya transcurrido un período de incompatibilidad adecuado tras la finalización de su relación con la entidad. A estos efectos, ESMA matiza que, (i) el cómputo de dicho período debe comenzar a partir del pago final de cualquier remuneración pendiente que le corresponda; y, (ii) que sin perjuicio de los requisitos establecidos en las normas o códigos nacionales de gobierno corporativo, el período de incompatibilidad debe ser proporcional a (a) la

duración del empleo u otra relación que el individuo tenga con cualquiera de las empresas del grupo, y (b) al tipo de funciones desempeñadas dentro de dicha(s) empresa(s).

▪ **ESMA. Q&A relativas a la protección del inversor e intermediarios bajo MiFID II y MiFIR (vid)**

Se actualiza el documento de preguntas y respuestas ("Q&A"). En particular, la actualización llevada a cabo se refiere a:

- (i) **La mejor ejecución.** En este sentido, se pregunta cómo deben las empresas entender la diferencia entre "pasos razonables" (*reasonable steps*) y "pasos suficientes" (*sufficient steps*). ESMA pone de manifiesto que, mientras que la *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo ("MiFID I")* exigía a las empresas "tomar todas las medidas razonables para obtener, al ejecutar las órdenes, el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la velocidad, la probabilidad de ejecución y liquidación, tamaño, naturaleza o cualquier otra consideración relevante para la ejecución de la orden", la *Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE ("MiFID II")* exige a aquellas que: "tomen todas las medidas necesarias para obtener, al ejecutar las órdenes, el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta los precios, costos, velocidad, probabilidad de ejecución y liquidación, tamaño, naturaleza o cualquier otra consideración relevante para la ejecución de la orden".

ESMA afirma que, si bien las empresas siguen estando sujetas a la misma obligación general de obtener los mejores resultados al ejecutar las órdenes de los clientes, el requisito de medidas "suficientes" establece un nivel más alto de cumplimiento que las medidas "razonables" afirmando que al diseñar sus políticas de ejecución, las empresas tendrán que asegurarse de que los resultados deseados pueden lograrse con éxito de forma continuada lo que posiblemente obligue a las mismas a supervisar, no sólo la calidad de ejecución obtenida, sino también la calidad y la idoneidad de sus mecanismos y políticas de ejecución sobre una base *ex ante* y *ex post* para determinar las circunstancias en las que los cambios pueden ser apropiados.

ESMA señala que esta obligación no debe interpretarse en el sentido de que una empresa debe obtener, inexorablemente, los mejores resultados posibles para sus clientes en cada ocasión, sino que las empresas tendrán que verificar continuamente que sus procedimientos de ejecución funcionan correctamente a lo largo de las diferentes etapas del proceso.

Finalmente, ESMA manifiesta que espera que las empresas adopten todas las medidas correctivas adecuadas si se detectan deficiencias, de modo que puedan demostrar adecuadamente que han adoptado "todas las medidas suficientes" para obtener los mejores resultados posibles para sus clientes.

- (ii) **La grabación de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas.** ESMA considera que el artículo 16.7 de MiFID II y el artículo 76 del Reglamento Delegado de la MiFID II no pueden ser interpretados de forma restrictiva en la medida en la que la inclusión del término "*relacionarse con*" sugiere una lectura más amplia del requisito de grabación.

Según ESMA, el artículo 16.7 de MiFID II se aplica a los servicios específicos que se establecen en el anexo 1 de MiFID II: "*Recepción y transmisión*", siendo éste, en opinión de ESMA, un servicio separado de la ejecución, por lo que el requisito de grabación debe aplicarse por *separado* a las situaciones en que una empresa recibe y transmite una orden de cliente, independientemente de si la ejecución y transmisión de la orden se permite en ese canal.

Finalmente, ESMA considera que los objetivos perseguidos por la normativa no podrían alcanzarse si los requisitos de las grabaciones telefónicas de MiFID II no se aplicasen a todas las órdenes independientemente de que, a través de

un canal determinado, se permitiera la ejecución y transmisión de dichas órdenes además de su recepción y transmisión.

▪ **ESMA. Q&A relativas a la aplicación de la Directiva de Gestión de Fondos Alternativos (vid)**

Se actualiza el documento de preguntas y respuestas (“Q&A”). En particular, la actualización llevada a cabo se refiere a la presentación de informes a las Autoridades Nacionales Competentes (“ANC”) con arreglo a los artículos 3, 24 y 42 de la *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (“Directiva AIFMD”)*. En este sentido,

(i) ESMA considera que los gestores de fondos de inversión alternativos (“GFIA”) deberían convertir el valor total de los activos gestionados a euros, utilizando los valores redondeados de los FIA en la divisa de denominación y a continuación dividir estos valores redondeados por el tipo de cambio correspondiente.

(ii) ESMA, respecto de la medición por parte de los fondos de inversión alternativa (“FIA”) de su exposición al riesgo con respecto de un préstamo por él comprado en el mercado secundario, afirma que en la medida en la que el valor nominal (también llamado nominal) del préstamo podría sobrestimar la exposición al riesgo, el FIA debe informar de la valoración del préstamo, tal como se indica en el cálculo de su valor liquidativo<sup>1</sup>.

Asimismo, se indica que, durante la vigencia del préstamo, el FIA debe medir la exposición al riesgo en relación con ese préstamo utilizando las mismas reglas de valoración que las utilizadas para el cálculo de su valor liquidativo.

(iii) Finalmente se indica que los GFIA deben informar del valor liquidativo en la divisa de denominación del FIA.

▪ **ESMA. Q&A relativas a las estructuras de mercado bajo MiFID II y MiFIR (vid)**

Se actualiza el documento de preguntas y respuestas (“Q&A”). En particular, la actualización llevada a cabo se refiere a:

(i) **El acceso Directo Electrónico (DEA por su acrónimo en inglés) y trading algorítmico.** Entre otros extremos, ESMA afirma, respecto del formato establecido para las obligaciones de mantenimiento de registros de las empresas de negociación de Alta Frecuencia (“HFT” por sus siglas en inglés), obligaciones establecidas en el *Reglamento Delegado (UE) 2017/589 de la Comisión, de 19 de julio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión dedicadas a la negociación algorítmica (“RTS 6”)*, y la aplicación de dichos formatos a sus mesas de negociación no algorítmicas que, las empresas de inversión que participan simultáneamente en actividades de HFT y no HFT tienen que tener en consideración dos formatos. El formato establecido en el anexo 2 de la RTS 6 tiene que ser usado para registrar la actividad de mensajería relacionada con la actividad usando la técnica HFT.

En este sentido, ESMA considera que (a) la “actividad que utiliza la técnica HFT” sólo incluye la actividad algorítmica de negociación exclusiva de la empresa en un centro de negociación con respecto a cualquier instrumento líquido y, (b) en lo que se refiere al registro temporal de dichos registros, la actividad que utiliza la técnica de HFT tiene que estar marcada con un tiempo de un microsegundo o superior.

Respecto de la actividad no relacionada con la HFT, ESMA señala que debe registrarse en el formato establecido por el *Reglamento Delegado (UE) 2017/565, de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas*

<sup>1</sup> Por ejemplo, si un FIA compra un préstamo en dificultades y sin apalancamiento por 10 euros en efectivo y el importe nominal de dicho préstamo (es decir, el principal pendiente) era de 100 euros, el FIA debería informar del importe que realmente gastó en adquirir el préstamo, es decir, 10 euros, lo que correspondería a la pérdida máxima potencial de la operación y no, a la exposición del FIA con respecto a ese préstamo que sería de 100 euros (es decir, el importe nominal de dicho préstamo).

de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva. No obstante considera que nada impide que estas empresas de inversión utilicen el anexo 2 de la RTS 6 para registrar su actividad de negociación no HFT si su ANC así lo acepta.

A estos efectos, ESMA recuerda que todas las demás actividades de negociación algorítmica que no sean HFT deben ser registradas en un milisegundo.

En relación con la denominada “funcionalidad de matar” o “función cortacircuito” (*kill functionality*) contemplada en el artículo 12 de la RTS 6, ESMA considera que dicha funcionalidad obliga a la empresa a tener la capacidad necesaria, como medida de emergencia, para retirar inmediatamente una o todas las órdenes pendientes de cualquiera o de todos los centros de negociación. Según ESMA, esta funcionalidad es esencial para garantizar una adecuada gestión del riesgo y salvaguardar el buen funcionamiento del mercado dados los riesgos a los que están expuestas las empresas que utilizan la negociación algorítmica y, especialmente, en aquellas situaciones en las que el algoritmo no se comporta de la forma esperada.

La “funcionalidad de matar”, afirma ESMA, puede comprender conmutadores que deban ajustarse a las características de los sistemas operados por la empresa de inversión ahora bien, en cualquier caso y a estos efectos, una única decisión de la empresa de inversión debería poder dar lugar a una retirada inmediata de todas las órdenes o de cualquier subconjunto de ellas.

- (ii) **Los sistemas multilaterales y bilaterales.** Se resuelven preguntas sobre los tipos de comportamientos o restricciones que deben ser consideradas “no objetivas o discriminatorias” en relación con el contenido previsto en el artículo 18.3 de MiFID II relativo al proceso de negociación y conclusión de operaciones en un Sistema Multilateral de Negociación (“SMN”) o Sistema Organizado de Contratación (“SOC”). ESMA señala que uno de los beneficios de la transparencia es ampliar el acceso a la liquidez a los participantes del mercado indicando que, para ello, es importante que los centros de negociación no establezcan criterios de acceso excesivamente restrictivos.

A estos efectos ESMA señala, a modo ejemplificativo y sin carácter exhaustivo, que: (i) los centros de negociación no deben exigir que los miembros o participantes sean miembros directos de una Cámara de Contrapartida Central (“CCP”); (ii) en el caso de los instrumentos financieros que se liquiden de forma centralizada, los centros de negociación no deben permitir a los miembros o participantes exigir que otros miembros o participantes se habiliten antes de que se les permita negociar entre sí; (iii) los centros de negociación no deben exigir una actividad comercial mínima y; (iv) los centros de negociación no deben restringir el número de participantes con los que un participante pueda interactuar.

En cuanto a las preguntas sobre si, una entidad no autorizada como empresa de servicios de inversión pero que cumple con los requisitos del artículo 53.3 de MiFID II, puede ser miembro de un mercado regulado o de un SMN, ESMA concluye que, la referencia del citado artículo a personas distintas de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito únicamente se refiere a las entidades que están exentas de la autorización con arreglo al artículo 2.1 de MiFID II, como, por ejemplo, las compañías de seguros o las instituciones de inversión colectiva.

- (iii) **Acceso a las CCP y centros de negociación.** Ante la pregunta de si un CCP que use un modelo de negociación comercial de oferta abierta está obligado a aceptar una solicitud de acceso desde un centro de negociación usando un modelo de aceptación comercial de novación, ESMA responde que, con carácter general, sí salvo que pueda acreditarse que tal aceptación pueda dar lugar a riesgos significativos.

▪ **ESMA. Q&A relativas al reporte de datos bajo MiFIR(vid)**

Se actualiza el documento de preguntas y respuestas (“Q&A”). Si bien las principales actualizaciones se refieren a la forma en la que deben de cumplimentarse los distintos campos en el reporte de datos, cabe destacar, por su principal interés, la actualización

relativa al **mantenimiento de registros de órdenes**. En este sentido, las indicaciones de interés sujetas a la acción están sujetas a los requisitos de registro de órdenes para las empresas de servicios de inversión y los centros de negociación de conformidad con el artículo 25, apartado 1 y 2 de MiFIR. En el artículo 2.1.33) de MiFIR, se define una "indicación de interés ejecutable" como "un mensaje de un miembro o participante a otro dentro de un sistema de negociación en relación con las posiciones negociables disponibles, y que contiene toda la información necesaria para llegar a un acuerdo sobre una operación". Asimismo, respecto de las indicaciones de interés que se pueden corregir, se indica que están sujetas a los requisitos de transparencia pre-negociación establecidos en los artículos 3.1 y 8.1 de MiFIR.

▪ **ESMA. Opinión de ESMA relativa a la segregación de activos y los servicios de custodia (vid)**

La Directiva AIFMD y el *Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión ("AIFMR")* imponen una serie de obligaciones en materia de segregación de activos para aquellos supuestos en los que la entidad depositaria nombrada por un FIA decida delegar, total o parcialmente, las funciones de custodia en un tercero, o incluso en aquellos supuestos de subdelegación de dichas funciones, fijando los estándares de protección que la entidad delegataria y delegada deberán mantener en todo momento, de modo que la entidad depositaria deberá asegurarse de que la entidad delegada: (i) mantenga libros registro y cuentas que permitan, en cualquier momento y sin demora, distinguir los activos de los clientes de la entidad depositaria de sus activos propios, de los activos de otros clientes, de los activos mantenidos por el depositario por cuenta propia y los activos mantenidos por cuenta de clientes distintos a los FIA; (ii) mantenga libros registro y cuentas de tal forma que se garantice su exactitud; (iii) concilien regularmente sus cuentas y registros internos y con los de la tercera entidad delegada y; (iii) establezca medidas de organización adecuadas para minimizar los riesgos de pérdida o disminución del valor de los instrumentos financieros o de los derechos correspondientes asociados a ellos.

Adicionalmente, ESMA señala que la monitorización por parte de la entidad depositaria del cumplimiento de las obligaciones de segregación de activos deberá realizarse asegurándose de que los instrumentos financieros bajo custodia estén protegidos contra la posible insolvencia de la tercera entidad delegada. En el supuesto de no resultar suficientes los anteriores requisitos, la entidad depositaria deberá establecer acuerdos adicionales para minimizar el riesgo de pérdida y asegurar el mantenimiento de unos estándares adecuados de protección al inversor. La tercera entidad delegada deberá asimismo ser capaz de mantener una cuenta común segregada para múltiples FIA, las llamadas "cuentas ómnibus".

Por su parte, la Directiva UCITS, además de las disposiciones equivalentes a las disposiciones AIFMD mencionadas, establece como medida de protección contra la posible insolvencia de la tercera entidad delegada, (i) la obligación por parte de la entidad depositaria de ser capaz de determinar las implicaciones que, una potencial insolvencia de la entidad delegada, pudiera tener para los activos y derechos bajo custodia y (ii) el deber de informar inmediatamente a la entidad gestora en los supuestos en que la segregación de activos no sea suficiente para asegurar una protección adecuada. Además, la normativa UCITS dispone que los Estados Miembros deberán asegurarse de que, en aquellos supuestos de insolvencia de la entidad depositaria o/y de la entidad delegada, los activos bajo custodia no puedan ser distribuidos entre acreedores.

Partiendo de los anteriores criterios, ESMA concluye que, en relación a las obligaciones de segregación de activos y protección contra la insolvencia, el enfoque óptimo a seguir debe ser la exigencia de los mínimos requisitos posibles a escala europea con el objetivo de permitir que se establezcan requisitos más estrictos o diferentes estructuras en función de las necesidades de cada jurisdicción, todo ello mediante una mayor alineación de los regímenes UCITS y AIFMD en materia de protección del inversor contra la insolvencia mediante la incorporación de las disposiciones de aplicación de la normativa UCITS en el marco regulador de AIFMD.

Por último, en relación con la aplicación de las anteriores obligaciones a los depositarios centrales de valores ("DCV"), ESMA clarifica que los anteriores requisitos no serán de

aplicación para los DCV emisores pero sí para los DCV inversores.

- **ESMA. Revisión de la medición del valor razonable en los estados financieros de las IFRS (vid)**

Este Informe, publicado el pasado 12 de julio de 2017 por ESMA, ofrece una visión general de la aplicación de los requisitos de valoración y de revelación de valor razonable establecidos por la Norma Internacional de Información Financiera 13: “*Medición del Valor Razonable*” (“**IFRS 13**”, por sus siglas en inglés) aplicada por los emisores europeos con el objetivo de evaluar su nivel de cumplimiento y comparabilidad.

El Informe, se centra en la revisión de (i) los informes anuales de 2015 de una muestra de 78 emisores; (ii) las medidas de aplicación adoptadas por los ejecutores europeos en los estados financieros correspondientes a los ejercicios 2013-2015; (iii) la unidad de cuenta; (iv) el impacto de la disminución en la actividad del mercado en la evaluación del mismo y en las transacciones ordenadas; y (v) en los ajustes de valoración para medir el valor razonable de las posiciones derivadas.

Si bien ESMA afirma que, en términos generales, los resultados muestran que los requisitos de la IFRS 13 han sido incorporados correctamente en los estados financieros de los emisores objeto de la muestra, también reconoce que aún hay margen para mejorar el nivel de cumplimiento y comparabilidad en la aplicación de los requisitos de la IFRS 13.

Asimismo ESMA pone de manifiesto que, con este Informe, pretende contribuir a la revisión que actualmente está llevando a cabo el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (“**IASB**”, por sus siglas en inglés) en esta materia.

- **ESMA. Documento de consulta relativo a las directrices sobre la notificación de liquidación internalizada de conformidad con el artículo 9 de la CSDR (vid)**

El propósito de las directrices propuestas, es asegurar un uso común, uniforme y consistente del artículo 9 del *Reglamento (UE) nº 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012*, así como de las disposiciones pertinentes del *Reglamento Delegado (UE) nº 2017/391 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, que completa el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se especifica con mayor precisión el contenido de la información que debe comunicarse sobre las liquidaciones internalizadas* y del *Reglamento de Ejecución (UE) nº 2017/393 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a las plantillas y los procedimientos para la notificación y transmisión de información sobre las liquidaciones internalizadas de conformidad con el Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo*, especificándose el intercambio de información entre ESMA y las ANC en materia de liquidación internalizada. En particular, las Directrices hacen referencia a:

- (i) el alcance de los datos que deben ser reportados por los internalizadores de la liquidación;
- (ii) las entidades encargadas de informar a las autoridades competentes;
- (iii) los parámetros de notificación de datos;
- (iv) el proceso para la presentación de informes de liquidación internalizados por las ANC a ESMA, sobre la base de los informes recibidos por las ANC de los internalizadores de liquidación;
- (v) el proceso para la presentación de los informes sobre los riesgos potenciales derivados de la actividad de liquidación internalizada realizada por las ANC a ESMA y;
- (vi) el acceso a los datos por las ANC.

- **ESMA. Documento de consulta sobre las directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad MiFID II (vid)**

En el marco de MiFID II, la evaluación de la idoneidad es uno de los requisitos más importantes para la protección de los inversores en la medida en la que se aplica a la prestación de cualquier tipo de asesoramiento de inversión (independiente o no) y a la gestión de la cartera.

A través del presente Documento, se somete a consulta el proyecto de directrices elaborado por ESMA sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II (artículo 25 MiFID II en relación con los artículos 54 y 55 del *Reglamento*

*Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva).*

El objetivo de estos proyectos de directrices es mejorar la claridad y fomentar la convergencia en la aplicación de determinados aspectos de los nuevos requisitos de idoneidad de la MiFID II, sustituyendo a las actuales directrices de ESMA de 2012 sobre esta materia.

En particular, las directrices propuestas comprendidas en el anexo 3 del Documento, hacen referencia a (i) la información que se ha de dar a los clientes sobre el propósito de la evaluación de idoneidad; (ii) el conocimiento del cliente y su producto; (iii) la asignación de productos a los clientes adecuados y (iv) otros requisitos relacionados.

Finalmente, en su anexo 4, el Documento de consulta recoge una tabla en la que se relaciona los proyectos de directrices en él comprendidos y las directrices elaboradas por ESMA en 2012.

▪ **ESMA. Documento de consulta relativo a la evaluación de la regulación sobre ventas en corto o en descubierto** (*vid*)

ESMA, a través de esta consulta, pretende recabar opiniones sobre la evaluación de determinados elementos del Reglamento de ventas en cortos y, en concreto, sobre:

- (i) el alcance y el funcionamiento de la exención para las actividades de creación de mercado;
- (ii) el procedimiento para la imposición de una prohibición a corto plazo en la venta a corto plazo en caso de una caída significativa en el precio de un instrumento financiero; y
- (iii) la transparencia de las posiciones cortas netas y los requerimientos de información y divulgación relacionados.

La fecha límite para remitir las respuestas es el próximo 4 de septiembre de 2017, y la intención de ESMA es facilitar las conclusiones antes del 31 de diciembre de 2017.

▪ **Resolución de 11 de julio de 2017, por la que se ordena la publicación del Acuerdo de convalidación del Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera** (*vid*)

El pasado 11 de julio de 2017, el Congreso de los Diputados acordó, de conformidad con lo previsto en el artículo 86.2 de la Constitución Española, convalidar el Real Decreto-ley 11/2017, de 23 de junio, de medidas urgentes en materia financiera ("**RDL 11/2017**").

Por su especial interés, conviene destacar que, con la redacción introducida por el RDL 11/2017, no tendrán la consideración de instrumentos financieros no complejos a los efectos de las normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión,

- (i) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas;
- (ii) los instrumentos financieros señalados en el artículo 2, apartados 2 a 8 del *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores* ("**TRLMV**") y;
- (iii) los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables que a su vez sean pasivos admisibles para la recapitalización interna de acuerdo a lo establecido en la sección 4ª del capítulo VI de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

- **Proyecto de Real Decreto xx/2017, de xx de xx, por el que se modifica el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (vid)**

El Proyecto de Real Decreto XX/2017, actualmente sometido a informe del Consejo de Estado, introduce como principales modificaciones:

- (i) La derogación de varias de las disposiciones establecidas (artículos 38, 46, la D.A.2ª) en el *Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*;
- (ii) La adaptación de la referencia de la anterior normativa del Mercado de Valores a la ahora vigente (TRLMV) asimismo;
- (iii) Dota a la página web de la entidad emisora de especial importancia en la medida en la que, respecto de la reversibilidad de la representación de los valores por medio de títulos, el Proyecto del Real Decreto prevé que el plazo de presentación de los títulos para la transformación, habrá de publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web la entidad emisora cuando ésta esté obligada a mantener dicha página, suprimiéndose así la referencia a *“los diarios de mayor circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio”*. En los mismos términos se pronuncia el Proyecto de Real Decreto respecto de la modificación de las características de los valores.

La entrada en vigor del Real Decreto, una vez sea aprobado, está prevista para el mismo día en el que se produzca la incorporación del depositario central de valores español (Iberclear) a la plataforma de liquidación de valores TARGET2-Securities.

- **CNMV. Comunicación de la CNMV sobre las Directrices para la calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación**

Las Directrices para la calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación que serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2018 tienen por objeto desarrollar normas comunes a tener en cuenta por los centros de negociación para la calibración de sus mecanismos de gestión de volatilidad y, en líneas generales, garantizar la aplicación coherente de las disposiciones previstas en el artículo 48. 5 de MiFID II.

El Comité Ejecutivo de la CNMV acordó, el pasado 13 de julio de 2017, comunicar a ESMA la intención del supervisor de cumplir con estas directrices y tenerlas en cuenta en el ejercicio de sus labores de supervisión.

- **CNMV. Comunicado de la CNMV y el Banco de España sobre la migración de IBERCLEAR a la plataforma TARGET2-SECURITIES (T2S)**

La CNMV y el Banco de España reafirman su compromiso con el objetivo de que el proceso de migración del mercado español a T2S, la nueva plataforma central de liquidación de valores de ámbito europeo, quede completado durante el fin de semana del 15-17 de septiembre de 2017.

Asimismo, se indica que ambos Supervisores revisarán de forma anticipada, en la primera decena de agosto, los cambios en el reglamento de Iberclear y las Circulares que deben modificarse para la migración, con base en el proyecto de Real Decreto sometido a informe del Consejo de Estado de modificación del *Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*.

- **CNMV. Guía Operativa de Comunicación de Operaciones bajo MiFIR (vid)**

El pasado 11 de julio de 2017 se publicó, en la página web de la CNMV, la *Guía Operativa de Comunicación de Operaciones bajo MiFIR (“Guía operativa”)* que desarrolla las reglas relativas a la interacción entre las entidades y la CNMV y complementa las instrucciones de reporte publicadas por ESMA.

La Guía operativa encuentra su fundamento en el contenido previsto en el artículo 26 de MiFIR en la medida en la que establece que, a partir del 3 de enero de 2018, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, deberán comunicar a la CNMV los datos completos y exactos de las operaciones ejecutadas sobre instrumentos



financieros. Esta comunicación, deberá producirse a la mayor brevedad y, como plazo máximo absoluto, al cierre del siguiente día hábil.

En particular, esta guía describe (i) los diferentes canales de comunicación de los que dispone una entidad para comunicar sus operaciones a la CNMV; (ii) el flujo de ficheros con la CNMV y sus diferentes tipos y (iii) la convención de nombres o reglas básicas de reporte. Asimismo, matiza las verificaciones que llevará a cabo la CNMV respecto de la información comunicada y la gestión de errores sobre los datos remitidos por las entidades.

Además, la Guía operativa incluye como anexo un formulario de obligado cumplimiento para que los sujetos obligados se den de alta con sus datos identificativos de contacto.

- **CNMV. Preguntas y respuestas en relación con las comisiones de auditoría en entidades de interés público** (*vid*)

El pasado 20 de julio de 2017 se publicó, en la página web de la CNMV, el documento de preguntas y respuestas con el que la CNMV pretende ayudar a los operadores a comprender los criterios interpretativos por ella emitidos en relación a las Comisiones de Auditoría de las Entidades de Interés Público. En particular, las preguntas y respuestas hacen referencia a:

- (i) la composición de la Comisión de Auditoría;
- (ii) el órgano sustitutivo de la Comisión de Auditoría;
- (iii) la comisión mixta de Auditoría en entidades de crédito;
- (iv) las excepciones a la obligación de constituir una Comisión de Auditoría y;
- (v) las excepciones al requisito de independencia en la composición de la Comisión de Auditoría.

Asimismo, se señala que el indicado documento de preguntas y respuestas tiene un carácter meramente orientativo, requiriendo su aplicación de la valoración de las circunstancias concretas que concurren en cada entidad.

## II. RÉGIMEN SANCIONADOR

- **Registro de sanciones CNMV**

[Resolución de 27 de junio de 2017, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores](#)

Se declaran firmes en vía administrativa las sanciones impuestas a (i) una sociedad anónima; (ii) su Presidente; (iii) una sociedad limitada; (iv) al administrador único de esta última y, (v) a una entidad bancaria por, respectivamente, la comisión de

- (i) una infracción grave tipificada en la letra w) del artículo 100, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual artículo 295 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores) en relación con el artículo 83 ter 1 del mismo texto legal (actual 231 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), por la realización de prácticas de manipulación de mercado en relación con sus propias acciones;
- (ii) una infracción grave tipificada en la letra w) del artículo 100, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual artículo 295 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores) en relación con el artículo 83 ter 1 del mismo texto legal (actual 231 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), por la realización de prácticas de manipulación de mercado en relación con sus propias acciones;
- (iii) una infracción grave tipificada en la letra w) del artículo 100, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual artículo 295 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores) en relación con el artículo 83 ter 1 del mismo texto legal (actual 231 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), por la realización de prácticas de manipulación de mercado en

relación con las operaciones intermediarias sobre las acciones de la sociedad anónima;

- (iv) una infracción grave tipificada en la letra w) del artículo 100, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual artículo 295 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores) en relación con el artículo 83 ter 1 del mismo texto legal (actual 231 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), por la realización de prácticas de manipulación de mercado en relación con las operaciones intermediarias sobre las acciones de la sociedad anónima; y
- (v) una infracción grave tipificada en la letra x) bis del artículo 100, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual artículo 295 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores) en relación con el artículo 83 *quáter* del mismo texto legal (actual 232 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores), por la no comunicación a la CNMV, como sospechosas de manipulación de mercado, de las operaciones intermediarias sobre las acciones de la sociedad anónima.

Se impone sanción de multa por importe de (i) 120.00 euros; (ii) 30.000 euros; (iii) 50.000 euros; (iv) 30.000 euros y, 50.000 euros respectivamente.

[Resolución de 27 de junio de 2017, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores](#)

Se declara firme en vía administrativa la sanción impuesta a una entidad bancaria por la comisión de una infracción grave tipificada en el artículo 296.6 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, por mal funcionamiento de su servicio de atención al cliente.

Se impone sanción de multa por importe de 750.000 euros.

[Resolución de 27 de junio de 2017, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores](#)

Se declara firme en vía administrativa la sanción impuesta a una persona física por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 282.6 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en relación con el artículo 227.1 del mismo texto legal, por haber adquirido por cuenta de un tercero, acciones de una sociedad anónima disponiendo de información privilegiada.

Se impone sanción de multa por importe de 30.000 euros.

## ▪ Jurisprudencia

[Sentencia de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso \(Sección 3ª\). Nº Resolución 348/2017. Fecha 31 de mayo de 2017 \(vid\)](#)

Sentencia que desestima el recurso presentado por una Entidad Bancaria contra la Resolución de 7 de abril de 2015 del Ministro de Economía y Competitividad, por ser conforme a Derecho. La Resolución impugnada acordaba imponer una sanción consistente en una multa por importe de 1.000.000€ como consecuencia de la comisión de una infracción muy grave del artículo 99 letra z) *bis* de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (“LMV”), en relación con el artículo 70 *quáter* del mismo texto legal (actual artículo 284 y 195 del TRLMV respectivamente), por no gestionar adecuadamente los conflictos de interés generados por la realización de cases entre sus clientes a precios significativamente alejados de su valor razonable.

Los argumentos principales utilizados por la Sala para fundar su Fallo son:

- (i) Los sistemas de internos de case de operaciones aplicados no conllevaban una gestión adecuada de los conflictos de interés suscitados entre los clientes dado que la aplicación de dichos sistemas internos provocaba como resultado que las operaciones se casaran a un precio significativamente alejado del valor razonable de los títulos.
- (ii) La existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, salvo que se gestionaran adecuadamente los conflictos de interés que puedan existir, suponen una mala práctica según la comunicación de CNMV de 16 de

junio de 2010.

- (iii) La gestión adecuada de los conflictos de interés, se consigue cuando se obtiene un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral o bien cuando se acredite que la transacción se realizaba a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de no existir contrato de liquidez o de haberse éste agotado.
- (iv) La comunicación de la CNMV señalada, no añade ningún elemento nuevo al tipo infractor sino que se limita a precisar el alcance de la gestión del conflicto de interés que debería llevarse a cabo en relación con la operación de case sobre productos híbridos.
- (v) La sanción que se impone a la Entidad toma en cuenta las difíciles circunstancias a las que se enfrentó la entidad en sus primeros meses de existencia, pero no ha quedado probado que no tuviera alternativa viable respecto a la conducta que observó en relación a la aplicación de los sistemas internos de case "heredados" de las Cajas a las que sucedió.
- (vi) Es "*un principio aceptado que la culpabilidad de cada partícipe es individual, por lo que si la culpabilidad constituye el límite máximo de la pena aplicable y ésta debe aplicarse individualmente para cada partícipe, es claro que no puede afectar dicha individualización al principio constitucional de igualdad*" (STS de 6 de marzo de 1998), es por ello por lo que, por regla general, difícilmente pueda tacharse de desproporcionada una sanción en función de las sanciones impuestas a otros infractores al depender estas últimas de la culpabilidad personal e individual de cada uno de ellos.

#### Más Información

Francisco Palá  
[fpala@ramoncajal.com](mailto:fpala@ramoncajal.com)  
+34 91 576 19 00

Cristina Vidal  
[cvidal@ramoncajal.com](mailto:cvidal@ramoncajal.com)  
+34 91 576 19 00

Alfonso Fernández-Miranda  
[alfonsofm@ramoncajal.com](mailto:alfonsofm@ramoncajal.com)  
+34 91 576 19 00

Leticia Fernández  
[lfernandez@ramoncajal.com](mailto:lfernandez@ramoncajal.com)  
+34 91 576 19 00

Almagro, 16-18  
28010 Madrid

T +34 91 576 19 00  
F +34 91 575 86 78

Caravel • la La Niña, 12, 6ª  
planta  
08017 Barcelona

T +34 93 494 74 82  
F +34 93 419 62 90

[www.ramonycajalabogados.com](http://www.ramonycajalabogados.com)

© 2011 Ramón y Cajal Abogados, S.L.P.

En cumplimiento de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y de Comercio Electrónico y la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, usted queda informado y entendemos que presta su consentimiento expreso e inequívoco a la incorporación de sus datos, identificativos y de contacto -dirección, teléfono y dirección de correo electrónico-, en un fichero de datos personales cuyo responsable es Ramón y Cajal Abogados, S.L. con domicilio social en calle Almagro, 16-18, 28010-Madrid (España) con la finalidad de remitirle por correo postal y/o electrónico, las publicaciones de Ramón y Cajal Abogados, S.L. e informarle de los distintos servicios ofrecidos por ésta.

Entendemos que consiente dicho tratamiento, salvo que en el plazo de treinta días desde la recepción de esta comunicación electrónica nos indique lo contrario a través de la dirección de correo electrónico [ramoncajal@ramoncajal.com](mailto:ramoncajal@ramoncajal.com), donde podrá ejercitar sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición. También podrá ejercer sus derechos precitados dirigiéndose por escrito a nuestro Departamento de Marketing, calle Almagro, 16-18, 28010-Madrid (España)