



Mercado de Capitales

9 de enero de 2018



Transposición al derecho español de 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, en relación con los centros de negociación.*

La presente nota recoge los aspectos más relevantes 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* (el “**Real Decreto-Ley**”), aprobado por el Consejo de Ministros, para la adaptación de la normativa española a la normativa de la Unión Europea referente, en particular, a la operativa de los centros de negociación así como sobre el régimen sancionador aplicable sobre dicha operativa.

■ **Introducción**

El Consejo de Ministros, en su sesión celebrada el pasado viernes 29 de diciembre de 2017, ha aprobado este Real Decreto-Ley para la transposición al derecho español de 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”)*, en lo relativo, principalmente, a los centros de negociación de instrumentos financieros.

A tal efecto el Real Decreto-Ley tiene como finalidad adaptar el funcionamiento de los mercados financieros españoles con los estándares internacionales, incluyendo, de este modo, mejoras en aspectos como la transparencia, la eficacia y la estabilidad de los mercados, y cuya urgencia obedece, en un entorno de mercado único, a la necesidad de homologación de los centros de negociación españoles a efectos del cumplimiento de algunas de las obligaciones de MiFID II y del *Reglamento (UE) n.º 648/2012 (“MiFIR”)*.

El Real Decreto-Ley se estructura en dos bloques diferenciados:

- Una primera parte, dividida en tres títulos, en donde se recogen las previsiones referidas a las medidas organizativas para abordar la negociación algorítmica y las relativas a la autorización y condiciones

operativas de los centros de negociación.

De esta forma, se pretende garantizar que en los centros de negociación españoles se puedan ejecutar operaciones sobre acciones admitidas a negociación en los mismos, por cuanto que si ello no fuese posible, la pérdida de profundidad y liquidez de los centros de negociación españoles sería casi inmediata, al elegir los distintos agentes de los mercados de valores, para satisfacer sus necesidades financieras de inversión o de financiación, otros centros de negociación que sí cumpliesen con las nuevas obligaciones impuestas por la normativa europea.

- En una segunda parte, correspondiente al cuarto y último título, se desarrolla el régimen sancionador que tipifica únicamente las infracciones relacionadas con las nuevas obligaciones impuestas en el Real Decreto-Ley.

El Real Decreto-Ley fue publicado en el Boletín Oficial del Estado (**BOE**) el pasado 30 de diciembre de 2017, entrando en vigor el día 3 de enero de 2018.

▪ Centros de Negociación

El Real Decreto-Ley regula en sus primeros tres títulos las **normas de organización y funcionamiento de los mercados regulados**, los sistemas multilaterales de negociación ("**SMN**") y los nuevos sistemas organizados de contratación ("**SOC**"). Como principales novedades que la regulación del Real Decreto-Ley recoge, se destacan las siguientes:

- (i) **En relación con los mercados regulados.** Éstos deberán cumplir con nuevas obligaciones en materia de funcionamiento, así como en relación con la negociación de los valores o instrumentos financieros en los mismos. En cuanto al primer aspecto mencionado (funcionamiento), los mercados regulados deberán implantar sistemas y procedimientos que:

- permitan la detección de conflictos de interés entre sus miembros, el mercado y el organismo rector;
- aseguren una negociación ordenada que facilite la profundidad y liquidez del mercado;
- garanticen que haya suficientes creadores de mercado; y
- permitan la adecuada gestión de los riesgos operativos, tales como posibles anomalías provocadas por la negociación algorítmica o episodios de excesiva volatilidad (incluyendo la obligación de interrumpir o limitar temporalmente la negociación si se produce una fluctuación significativa del precio de un instrumento financiero durante un breve periodo y, en casos excepcionales, cancelar, alterar o corregir cualquier operación).

Aquellos mercados regulados que permitan un acceso electrónico directo deberán, además, implantar sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos de conformidad con lo previsto en la normativa europea de aplicación, para garantizar (a) que sólo se permita prestar servicios a través de dicho acceso a las empresas de servicios de inversión autorizadas ("**ESI**"), y (b) se establezcan y apliquen criterios adecuados respecto a la idoneidad de las personas a las que se conceda el acceso.

Asimismo, se exige que estos mercados establezcan estructuras de comisiones (incluidas las comisiones por ejecución de operaciones, por servicios accesorios y las reducciones), que sean transparentes, equitativas y no discriminatorias. Se prohíbe, expresamente, los incentivos por la colocación, modificación o cancelación de órdenes o por la ejecución de operaciones, de forma que contribuyan a perturbar las condiciones de negociación o fomenten prácticas de abuso de mercado.

Por otro lado, los mercados regulados deberán adoptar regímenes de variación mínima de cotización en las acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros, así como cualquier otro instrumento financiero incluido en el *Reglamento Delegado (UE) 2017/588 de la Comisión de 14 de julio de 2016*.

Los mercados regulados y sus miembros o participantes deberán asimismo sincronizar los relojes comerciales que utilicen para registrar la fecha y la hora de cualquier acontecimiento sobre el que se haya de informar conforme a la normativa europea de desarrollo que resulte de directa aplicación.

En lo referente al segundo aspecto (negociación), se exigen una serie de obligaciones a los

organismos rectores de los mercados regulados. En este sentido deberán:

- Cumplir con una serie de obligaciones adicionales de comunicación a las autoridades competentes en los supuestos recogidos para las suspensiones y exclusiones; así como
- Comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) las infracciones significativas de sus normas, anomalías en las condiciones de negociación o posibles actuaciones prohibidas por la normativa sobre abuso de mercado.

Por último, los miembros de los mercados regulados tendrán derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros que realicen en ese mercado, siempre que se cumplan las siguientes condiciones: (a) que se establezcan entre el sistema de liquidación designado por el mercado y el sistema o infraestructura designado por el miembro los procedimientos, vínculos y mecanismos técnicos y operativos necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión; y (b) que la CNMV reconozca que las condiciones técnicas para la liquidación de las operaciones realizadas en ese mercado a través de un sistema distinto del designado permiten el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados financieros, atendiendo, en particular, al modo en que se asegurarán las relaciones entre los diversos sistemas de registro de las operaciones e instrumentos financieros.

- (ii) **Referente a los SMN y SOC.** Serán de aplicación a los SOC todas las normas que hasta ahora únicamente estaban vigentes sólo para los SMN, y se establecen normas de acceso y requisitos de funcionamiento para ambos sistemas, como (a) la obligación de resistencia de sistemas; (b) la implantación de mecanismos de gestión de volatilidad; (c) las disposiciones que regulan la negociación electrónica; (d) la obligación de sincronización de relojes; (e) las reglas sobre suspensión y exclusión de instrumentos financieros; (f) las reglas sobre supervisión del cumplimiento de las normas de estos centros de negociación; y (g) obligaciones de información a la CNMV sobre su funcionamiento.

Asimismo, se establecen **requisitos específicos de carácter organizativo y de suficiencia de recursos** para cada uno de estos sistemas:

- Los organismos rectores que gestionen un SMN deberán cumplir con los siguientes requisitos adicionales: (a) establecer y aplicar normas no discrecionales para la ejecución de las órdenes en el sistema; (b) establecer normas que regulen el acceso que se ajusten a las condiciones establecidas para el acceso a la condición de miembro de un mercado secundario oficial; (c) aplicar mecanismos y sistemas en relación a la gestión de riesgos; (d) disponer en todo momento de recursos financieros suficientes para su funcionamiento ordenado; y (e) no ejecutar órdenes de clientes con capital propio o mediante interposición de la cuenta propia sin riesgo.
- Los organismos rectores que gestionan un SOC deberán, como norma general, implantar medidas para evitar la ejecución en el mismo de órdenes de clientes con capital propio tanto del propio organismo rector como de cualquier entidad que sea parte del mismo grupo de dicho organismo. Únicamente podrán recurrir a la interposición de la cuenta propia sin riesgo en bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y ciertos derivados y sólo en el caso en que el cliente haya otorgado su consentimiento; y únicamente podrán negociar por cuenta propia sin recurrir a la interposición de la cuenta propia sin riesgo en relación con los instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido.

Se incluye además la expresa prohibición para los organismos rectores de incurrir simultáneamente en la actividad propia de un internalizador sistemático.

Por último, se permite la actuación discrecional de estos organismos rectores cuando (a) decidan colocar o retirar una orden, y (b) decidan no casar una orden de un cliente determinado con otras órdenes disponibles, siempre que se cumplan las instrucciones específicas recibidas por el cliente y dicha decisión sea como consecuencia de la aplicación del principio de mejor ejecución establecidas en MiFID II.

Por último, se incorporan a nuestro ordenamiento como SMN los “**mercados de Pyme en**

expansión”, siempre que éstos cumplan con los requisitos previstos anteriormente en relación a sus normas internas de funcionamiento. Estos centros de negociación tienen un tratamiento regulatorio más favorable y permiten fomentar el acceso de las pymes al mercado de capitales.

- (iii) Se establecen **medidas preventivas** que puede imponer la CNMV en relación con mercados de otros Estados miembros cuando operen transfronterizamente en España y no cumplan con MiFID II y su normativa de desarrollo, y la autoridad del Estado miembro de origen no tome medidas suficientes al efecto.
- (iv) En cuanto a las ESI que realicen **negociación algorítmica**, incluyendo su uso para aplicar estrategias de creación de mercado, o que faciliten acceso electrónico directo a sus clientes, tendrán que cumplir con los requisitos técnicos establecidos en MiFID II (entre ellos, implantar sistemas y controles de riesgo adecuados a sus actividades y efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación sean resistentes, tengan suficiente capacidad, se ajusten a los umbrales y límites apropiados y limiten o impidan el envío de órdenes erróneas o la posibilidad de que los sistemas funcionen de modo que pueda crear o propiciar anomalías en las condiciones de negociación).

▪ Régimen Sancionador

En el segundo bloque normativo identificado por el Real Decreto-Ley, se desarrolla el **régimen sancionador referente a las obligaciones impuestas en el mismo**, aclarando de forma previa que continúan siendo de aplicación las disposiciones comunes a todas las sanciones que regulan aspectos como la instrucción o la prescripción de las sanciones. Con carácter general se refuerza, y/o eleva en determinados casos, las sanciones que se imponen por la comisión de infracciones graves o muy graves, sin que por el momento el régimen de sanciones leves se haya visto alterado.

(i) Infracciones muy graves:

- Se añaden una serie de nuevos supuestos dentro de las infracciones previstas por el *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”)*:
 - *Infracciones por incumplimiento de la reserva de actividad y la obligación de obtener autorizaciones exigidas*: (a) establecimiento de un mercado regulado, SMN o SOC sin haber obtenido cualquiera de las autorizaciones exigidas; (b) establecimiento por parte de los organismos rectores de un SMN o SOC español y de las ESI que los gestionen de mecanismos remotos en el territorio de otros Estados miembros sin comunicarlo previamente a la CNMV.
 - *Infracciones por incumplimiento de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores*: Falta o inaplicación no meramente ocasional o aislada, por parte de los mercados regulados, los SMN o los SOC, de las disposiciones relativas a los requisitos de organización y funcionamiento y de acceso a un mercado regulado o un SMN o SOC.
 - *Infracciones relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores*: Las siguientes acciones u omisiones cuando no tengan carácter meramente ocasional o aislado, serán constitutivas de infracciones: (a) incumplimiento por parte de los mercados regulados de la obligación de ofrecer a todos sus miembros el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros; (b) celebración por parte de ESI, organismos rectores o miembros de un mercado regulado de acuerdos de compensación indirecta respecto a derivados negociables en un mercado regulado que incumplan los requisitos previstos en el artículo 30.1 de MiFIR; (c) incumplimiento de las obligaciones en relación con el acceso no discriminatorio a una Entidad de Contrapartida Central, a un centro de negociación y a los índices de referencia y obligación de concesión de licencia.
 - *Infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado*: Incumplimiento de las obligaciones establecidas en MiFIR sobre (a) la transparencia pre- y post- negociación; (b) la transparencia de los internalizadores

sistemáticos y de las ESI que se ajusten a la definición de internalizador sistemático; (c) la comunicación, publicación y facilitación de información, y la publicación diferida por parte de un organismo rector que gestione un centro de negociación de negociación; y (d) la negociación para las ESI en determinados centros de negociación.

- *Infracciones por incumplimiento de medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales debidas:* Incumplimiento, por parte de las ESI o gestores de un centro de negociación, de la obligación de conservar registros con los datos pertinentes relativos a todas las órdenes y a todas las operaciones con instrumentos financieros que hayan llevado a cabo o que hayan recibido en sus sistemas, así como el incumplimiento de la obligación de llevar registros completos y precisos de todas las “compresiones de carteras que organicen” o de aquellas en las que participen.
 - *Infracciones por incumplimiento de la obligación de información, protección al inversor y preservación de la integridad del mercado:* Incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, por parte de la ESI, de la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, fomentando la integridad del mercado.
 - *Infracciones por incumplimiento de las medidas adoptadas por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, inspectora y de control, y por reiteración de infracciones graves:* La comercialización, distribución o venta de un determinado instrumento financiero o la realización de un tipo de práctica o actividad financiera cuando haya sido prohibida o restringida por ESMA, EBA o CNMV, cuando tales conductas no tengan un carácter ocasional o aislado.
- **Sanciones:** Se eleva el límite máximo de la multa general prevista en el primer inciso del artículo 302 del TRLMV hasta la mayor de las siguientes cantidades: (a) **5.000.000€** o (b) el **10% del volumen de negocios total anual** de la entidad infractora, según las últimas cuentas disponibles aprobadas por el órgano de administración. Si la entidad infractora es una matriz o filial de la empresa matriz que tenga que elaborar estados financieros consolidados, el volumen de negocios total anual aplicable será el que figure en los últimos estados financieros consolidados disponibles.

(ii) Infracciones graves:

- Se añaden una serie de nuevos supuestos dentro de las infracciones previstas por el TRLMV:
 - *Infracciones por incumplimiento de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los centros de negociación:* La inaplicación ocasional o aislada o la aplicación deficiente, por parte de los mercados regulados, SMN o SOC, de las disposiciones relativas a los requisitos de organización y funcionamiento y de acceso a un mercado regulado o un SMN o SOC.
 - *Infracciones relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores:* Las siguientes acciones u omisiones cuando no constituyan una infracción muy grave: (a) incumplimiento por parte de los mercados regulados de la obligación de ofrecer a todos sus miembros el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros; (b) incumplimiento de las obligaciones en relación con el acceso no discriminatorio a una Entidad de Contrapartida Central, a un centro de negociación y a los índices de referencia y obligación de concesión de licencia; (c) celebración por los organismos rectores o miembros de un mercado de acuerdos de compensación indirecta con respecto a derivados negociables en un mercado regulado que incumplan los requisitos establecidos en el artículo 30.1 de MiFIR.
 - *Infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado:* Las siguientes acciones u omisiones cuando no constituyan una infracción muy grave: (a) la transparencia pre- y post- negociación; (b) la transparencia de los internalizadores sistemáticos y de las ESI que se ajusten a la definición de internalizador

sistemático; (c) la comunicación, publicación y facilitación de información y la publicación diferida por parte de un organismos rector que gestione un centro de negociación de negociación; y (d) la negociación para las ESI en determinados centros de negociación.

- *Infracciones por incumplimiento de las medidas adoptadas por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, inspectora y de control y por reiteración de infracciones graves:* La comercialización, distribución o venta de un determinado instrumento financiero o la realización de un tipo de práctica o actividad financiera cuando haya sido prohibida o restringida por ESMA, EBA o CNMV, cuando tales conductas tengan un carácter ocasional o aislado.
- **Sanciones:** Se eleva el límite máximo de la multa general prevista en el primer inciso del artículo 303 del TRLMV hasta la mayor de las siguientes cantidades: (a) **2.500.000€** o (b) el **5% del volumen de negocios total anual** de la entidad infractora, según las últimas cuentas disponibles aprobadas por el órgano de administración. Si la entidad infractora es una matriz o filial de la empresa matriz que tenga que elaborar estados financieros consolidados, el volumen de negocios total anual aplicable será el que figure en los últimos estados financieros consolidados disponibles.

■ Normas complementarias

El Real Decreto-Ley, a través de las disposiciones adicionales y finales, regula los siguientes aspectos:

- (i) Se nombra a la CNMV como autoridad competente en España, respecto de las diversas disposiciones europeas relacionadas con los mercados de valores que están siendo objeto de transposición y adaptación a nuestro ordenamiento.
- (ii) Las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, incluido el Sistema de Interconexión Bursátil, así como los demás mercados regulados existentes a la fecha de entrada en vigor del Real Decreto-Ley, se entienden automáticamente autorizados a los efectos de la exigencia de autorización prevista, sin perjuicio de serles de aplicación el resto de lo previsto en dicho Real Decreto-Ley.
- (iii) Se añaden, a través de la disposición final primera, una serie de modificaciones del TRLMV:
 - Se añade un apartado 1 bis al artículo 69, estableciéndose el contenido mínimo que deberán tener las normas de acceso que estipule cada mercado secundario oficial.
 - Se incluye dentro de los servicios de inversión que pueden prestar las ESI, la gestión de SOC, mediante la inclusión de un apartado i) al artículo 140.
 - Se añade un nuevo párrafo al artículo 152.1.d), exigiéndose de este modo a las agencias de valores los mismos requisitos de capital social mínimo exigidos para las sociedades de valores cuando incorporen en sus programas de actividades la gestión de SMN o SOC.
 - Se modifica el artículo 233.1.a) 1º incluyendo la sujeción al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en el TRLMV, a las entidades rectoras de los SOC.
- (iv) Por último, se derogan una serie de disposiciones del TRLMV, bien por encontrarse regulados en este Real Decreto-Ley, bien por ya estar regulados en normativa europea de aplicación directa (MiFIR y el Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión); en particular:
 - Exigencia de autorización (artículo 44).
 - Normas adicionales establecidas por los mercados para la admisión de instrumentos financieros a negociación (artículo 78).
 - Obligaciones en materia de abuso de mercado (artículo 79).
 - Suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros (artículos 80 y 81).
 - Operaciones de un mercado regulado (artículo 83).

- Transparencia en la negociación y comunicación de operaciones (artículos 85 a 92).
- Elección del sistema de compensación y liquidación o de entidad de contrapartida central y derecho a designar un sistema de liquidación (artículos 111 y 112).
- Sistemas multilaterales de negociación (artículos 317 a 319 y 321 a 329).
- Medidas preventivas (artículo 330).

Más Información

Francisco Palá
fpala@ramoncajal.com
 +34 91 576 19 00

Cristina Vidal
cvidal@ramoncajal.com
 +34 91 576 19 00

Alfonso Fernández-Miranda
alfonsofm@ramoncajal.com
 +34 91 576 19 00

Leticia Fernández
lfernandezdiez@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

© 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, 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)