

MiFID: UN NUEVO MARCO DE COMPETENCIA PARA LOS MERCADOS DE VALORES

M.^a Nieves García Santos (*)

(*) M.^a Nieves García Santos es directora de estudios, estadística y publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autora y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores

La Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID) tiene como objetivo último contribuir a la creación de un mercado financiero europeo integrado, eficiente y competitivo. Para ello facilita la competencia entre los centros de negociación de valores al eliminar el principio de concentración en los mercados regulados, armonizar los requisitos y las condiciones operativas de mercados organizados con los de otros mecanismos alternativos de negociación (SMN) y reconocer la internalización como vía de contratación.

Por otra parte la MiFID pretende evitar que la competencia suponga un deterioro a la protección que requieren los inversores minoritarios, que es fundamental para asegurar su confianza en los mercados. Para su logro, la Directiva regula de forma exhaustiva las obligaciones organizativas y de conducta que deben cumplir las empresas de inversión. Una de sus prescripciones más novedosas es el principio de mejor ejecución por el que las empresas se ven obligadas a establecer formalmente una política de actuación para conseguir los mejores resultados posibles para los clientes y, además, a estar dispuestas a demostrar su cumplimiento ante estos.

Otra novedad de la MiFID se encuentra en la obligación de transparencia pre y postnegociación a la que están obligados todos los sistemas de negociación, sean mercados regulados o mecanismos alternativos. Aunque la Directiva también generaliza los requisitos de información para los internalizadores sistemáticos, les exime de ciertas obligaciones de difusión prenegociación en el caso de grandes operaciones.

La Directiva comienza ahora a aplicarse y puede que sus efectos sobre los mercados tarden algún tiempo en producirse. No obstante, las primeras valoraciones de la industria apuntan que a corto plazo los costes serán mucho más evidentes que los beneficios.

1 Introducción

La Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros¹, conocida por sus siglas en inglés como MiFID, supone un cambio tan sustantivo para los mercados financieros europeos que algunos ya han calificado su efecto como un nuevo *big-bang* en el sector. Esta norma implica una concepción diferente de la estructura de los mercados de valores y abre nuevas oportunidades de negocio para las entidades financieras y no financieras. Además obligará a las empresas financieras establecidas a llevar a cabo una revisión importante no solo en su estrategia, sino también en su operativa, en especial en sus relaciones con los clientes.

El objetivo último de la MiFID es contribuir a la creación de un mercado financiero europeo integrado, eficiente y competitivo. A este fin dirige dos objetivos operativos: (i) facilitar la competencia entre los centros de negociación, eliminando el principio de concentración en los mercados regulados y (ii) mejorar la protección de los inversores, introduciendo exigencias elevadas de transparencia, de organización interna de las empresas y de normas de conducta hacia aquellos.

El ámbito de aplicación de la MiFID es amplio ya que, además de las empresas ya incluidas en su antecesora, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI), quedan sometidas a la nueva

1. 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.

norma los bancos de inversión, los gestores de cartera y de instituciones de inversión colectiva, las empresas de *corporate finance*, las entidades que operan en los mercados de futuros y opciones y las que operan en mercados de materias primas. También se amplía su cobertura incluyendo como servicio de inversión sujeto a autorización el asesoramiento financiero y la gestión de mecanismos alternativos de negociación o sistemas multilaterales de negociación (SMN)².

La MiFID reitera el principio de la libre operativa de las empresas de inversión que han sido autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea en el resto de Estados, ya establecido en la DSI (pasaporte europeo), reconoce la actuación transfronteriza de los representantes con el pasaporte de la entidad principal y amplía esta capacidad operativa transeuropea a los mercados regulados. También se reitera el principio de reconocimiento mutuo entre las autoridades competentes de los Estados miembros y se clarifica la asignación de responsabilidades entre el Estado de origen y el de destino en ciertos casos.

Una novedad importante que introduce la MiFID es la armonización de los requisitos y de las condiciones operativas de los distintos mecanismos de negociación de instrumentos financieros, equiparando los mercados organizados con los SMN. También se reconoce la internalización como vía de negociación y se sujeta a requisitos similares a los de los otros mecanismos.

Aunque la nueva Directiva tiene un espíritu de flexibilización y eliminación de trabas operativas y de ámbito geográfico, también introduce requisitos exigentes en la organización y conducta de las empresas de inversión, en la transparencia informativa de las condiciones de los mercados y de los servicios proporcionados a los clientes y en el logro de los mejores resultados posibles en la ejecución de las órdenes de los inversores.

La Directiva es liberalizadora y reguladora, abre oportunidades e implica retos para la industria, proporciona información a los inversores y establece exigencias a las empresas. Aunque los objetivos planteados son irreprochables, la industria se ha quejado de la dificultad de aplicación de muchas de sus prescripciones.

Por otra parte, hay escasos estudios analíticos sobre su contenido global, aunque sí existen numerosas contribuciones sobre los efectos de la competencia y transparencia en los mercados financieros, tanto desde un punto de vista teórico como empírico. No obstante, ninguno de los estudios existentes ha analizado cambios tan amplios.

La Directiva comienza ahora a aplicarse y puede que los efectos sobre los mercados tarden algún tiempo en producirse debido a la incertidumbre aún existente sobre numerosos aspectos concretos de su aplicación. No obstante, el marco que la MiFID establece puede provocar que, en un horizonte no muy lejano, la situación del mercado financiero europeo sea muy diferente a la actual.

En este artículo se da una visión general de los cambios que conlleva la MiFID. En el epígrafe segundo se recuerdan dos antecedentes, la DSI y el nuevo marco regulatorio europeo establecido en el Plan de Acción de Servicios Financieros y en el esquema Lamfalussy. En el apartado

2. También conocidos como *alternative trading systems (ATS)*, *electronic communication networks (ECN)* o *multitrading facilities (MTF)*. En la Ley del Mercado de Valores se les nombra como «sistemas organizados de negociación» (SON). La denominación utilizada en la MiFID es la de «sistemas multilaterales de negociación» (SMN). Consisten en mecanismos electrónicos, desarrollados por empresas de inversión o por mercados regulados, que ofrecen servicios de negociación sobre valores admitidos en mercados regulados, con ciertas características que los hacen atractivos, como puede ser el anonimato de las partes, acceso directo, menos costes, etc.

tercero se describe la estructura de la MiFID y en el cuarto se señalan sus principales efectos sobre la estructura organizativa de las empresas de inversión. Los epígrafes cinco, seis y siete se dedican a las tres cuestiones sobre las que la MiFID introduce un cambio radical: la ruptura de la regla de concentración de los mercados de valores, la generalización de los requisitos de transparencia y la obligación de las empresas de ejecutar de la mejor forma posible las órdenes de los clientes. Por último, en el apartado ocho se sintetizan las conclusiones.

2 Los antecedentes de la MiFID

El objetivo de integración de los mercados europeos de capitales ha sido una constante en los propósitos de la Comisión Europea que los Consejos Europeos han venido avalando especialmente desde la aprobación del Tratado de la Unión Europea en Maastricht en febrero de 1992. En este Tratado se consagró el término «Unión Europea» y se estableció el objetivo de crear una moneda europea, que es la manifestación más importante de una unión económica y monetaria. La introducción del euro en 1999 constituyó un hito clave en la integración de los mercados.

Otros impulsos hacia la integración han procedido del Plan de Acción de Servicios Financieros que contenía una relación de medidas prioritarias para lograr ese fin y de la propuesta realizada por el grupo de expertos dirigida por Alexandre Lamafussy para agilizar la producción normativa y dar una estructura al proceso regulatorio europeo.

Estas iniciativas contribuyen a entender el alcance y la estructura de la MiFID, como se explica más adelante. Por otra parte, la MiFID reemplaza a la DSI que ya había establecido las bases para que las empresas de inversión pudieran operar libremente en el mercado europeo, aunque su alcance fue más limitado.

2.1 LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La MiFID tiene su antecedente en la DSI de 1993³, a la que deroga. Esta Directiva supuso un cambio fundamental en los mercados de valores europeos, de forma que, a partir de ella, las empresas comenzaron a plantearse los negocios con un enfoque europeo y no nacional. La DSI constituyó un primer intento de crear un marco legislativo adecuado para lograr la integración de los mercados de valores europeos.

El marco de regulación que estableció se basaba en el reconocimiento mutuo entre las autoridades supervisoras y en el concepto de «pasaporte europeo», según el cual las entidades de servicios de inversión podrían operar en todos los países de la Unión Europea con la única autorización de las autoridades del país de origen.

En primer lugar, la DSI definió lo que eran servicios de inversión, que comprendían:

- Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con instrumentos financieros.
- Ejecución de órdenes de clientes.
- Negociación en instrumentos financieros por cuenta propia.
- Gestión de carteras según mandatos recibidos de los clientes, con contenido en instrumentos financieros.
- Aseguramiento de emisiones de instrumentos financieros.

3. Directiva 93/22/EEC.

Los instrumentos financieros a los que la DSI se refería eran valores negociables, participaciones en instituciones de inversión colectiva, instrumentos del mercado monetario y derivados financieros (futuros, FRA, *swaps* y opciones).

La DSI imponía unas condiciones operativas basadas en el criterio de capacidad, por el cual si una entidad tenía suficiente capital, gerencia y personal con cualificación y reputación adecuadas y la organización y los medios eran apropiados, estaba en condiciones de prestar servicios de inversión. En especial, se requería que las empresas de servicios de inversión contaran con procedimientos que garantizaran la integridad de las posiciones en instrumentos financieros y en fondos de los inversores. La organización de las entidades debía minimizar el riesgo de conflictos de interés entre los inversores y la entidad o entre los clientes entre sí.

Las empresas de servicios de inversión deberían respetar los siguientes principios de conducta:

- Actuar con honestidad en el logro de los mejores intereses de los clientes y en el respeto a la integridad del mercado.
- Actuar con cuidado y diligencia.
- Tener los recursos y procedimientos adecuados para prestar los servicios de inversión.
- Obtener de los clientes la información necesaria sobre su capacidad, experiencia y objetivos en relación con el servicio solicitado.
- Difundir la información relevante en su relación con clientes.

La DSI implicaba la aceptación del pasaporte europeo: las empresas autorizadas en un país podían ofrecer servicios de inversión en otros países mediante el establecimiento de una sucursal o directamente. El país receptor de esos servicios («de destino» o «de acogida») no podía imponer requisitos adicionales para ser autorizado el servicio ni otros similares. Las autoridades del país de origen eran también las responsables de la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión. La responsabilidad de establecer reglas de conducta y la supervisión de su cumplimiento recaían en las autoridades del país de destino. Por otra parte, la DSI obligaba a las empresas de servicios de inversión a contribuir a un fondo de garantía de inversiones que cubría una cierta cuantía de las posiciones de los inversores si la empresa quebraba.

Con respecto a los mercados de valores, en primer lugar, la DSI liberalizaba el acceso de las empresas autorizadas en un país a ser miembro de los mercados regulados de otro país. Como los bancos podían ofrecer servicios de inversión, la posibilidad de ser miembro de un mercado regulado externo existía también para estos.

Por otro lado, la DSI aceptaba la posibilidad de que un Estado miembro de la Unión Europea exigiera la concentración de las órdenes de negociación en el mercado regulado. En este caso, todas las transacciones realizadas con instrumentos financieros negociados en mercados regulados debían ser llevadas a cabo exclusivamente en estos.

La DSI establecía también diversas obligaciones de información para los mercados regulados. Así, para cada instrumento financiero negociado, se debían publicar antes de la sesión los

precios y volúmenes negociados en la sesión anterior y también durante la sesión existía obligación de publicación de precios y volúmenes. Los inversores deberían poder tener acceso a información previa sobre precios y cantidades a los que las transacciones podían ser ejecutadas. Las empresas que ejecutaran órdenes de clientes o por cuenta propia deberían guardar los datos sobre las transacciones ejecutadas tanto a través de un mercado regulado como de otro mecanismo. Estas informaciones deberían estar accesibles a las autoridades competentes para que pudieran realizar su supervisión.

La DSI ha sido gradualmente completada por otras directivas aprobadas con posterioridad dirigidas a mejorar la cooperación entre autoridades⁴, señalar las reglas de intercambio de información confidencial⁵, establecer el fondo de garantía de inversores⁶ o adaptarse a la actividad de conglomerados financieros⁷.

La DSI ha tenido un éxito relativo. Como factor positivo se puede señalar que ha contribuido a generar una cultura de mercado financiero europeo y que muchas empresas de servicios de inversión han utilizado el pasaporte europeo para ofrecer servicios en otros países. Sin embargo, el grado de integración efectiva es menor, dado que aún persisten muchas diferencias en cuestiones de normas de conducta o en otro tipo regulaciones, y que los inversores muestran un importante sesgo nacional. Se puede afirmar que, en la mayoría de los casos, la perspectiva europea no ha sido fomentada por las autoridades nacionales, ni a nivel político ni a nivel de supervisores.

Además, pronto la DSI quedó obsoleta ya que durante los años noventa se produjeron múltiples innovaciones en los mercados de valores que no contemplaba, como era el caso de:

- La creciente diversidad de productos negociados, especialmente en el área de derivados.
- El desarrollo de nuevos mecanismos de negociación de valores fuera de los mercados regulados, como es el caso de los SMN.
- La creciente importancia del asesoramiento personalizado para ayudar al inversor a decidir la colocación de su ahorro.

En los últimos años se ha producido una eclosión de productos financieros complejos, con estructuras que aglutinan riesgos de diverso tipo. Este desarrollo, que ha sido facilitado por la tecnología de sistemas, ha permitido convertir en negociables parte de los balances crediticios. Al mismo tiempo se ha producido un crecimiento importante de grandes inversores institucionales, entre ellos los fondos de pensiones y los *hedge funds*, con volúmenes de inversión importantes y con una presencia activa en los mercados de capitales internacionales.

La evolución de los mercados de valores desde la DSI ha sido espectacular. Una importante transformación ha sido el cambio del régimen de propiedad de las bolsas, dejando el sistema mutualista para transformarse en sociedades anónimas e incluso cotizadas. Esto cuestionó la idea de que las bolsas debieran crearse por autorización administrativa y funcionar en régimen de monopolio u oligopolio. Desde entonces han tenido lugar dos tendencias opuestas. Por un lado, se han producido diversas iniciativas hacia la concentración, con unión entre mercados regulados de distintos países y con acuerdos entre infraestructuras de negociación y de post-contratación (compensación y liquidación).

4. Directiva 95/26/EC. 5. Directiva 2000/64/EC. 6. Directiva 97/9/EC. 7. Directiva 2002/87/EC.

Por otro lado, han aparecido nuevos sistemas de negociación (SMN), diferentes a los mercados regulados tradicionales. Estos sistemas han sido desarrollados como plataformas de negociación por los propios mercados regulados o por empresas de servicios de inversión. Los SMN ofrecen servicios de ejecución de órdenes sobre valores admitidos a negociación en mercados regulados. El valor añadido que ofrecen es la negociación electrónica en general y, en ocasiones, ciertas características específicas para grandes inversores. Precisamente la presencia de grandes inversores institucionales también ha influido en el desarrollo de mecanismos de case de operaciones por los bancos de inversión (internalización) bien frente a su propio libro bien entre sus clientes.

La MiFID recoge en su introducción todos estos desarrollos. Señala, en primer lugar, la necesidad de actualizar el contenido de la DSI por la complejidad alcanzada por los servicios e instrumentos financieros, de forma que es necesario tener en cuenta nuevos productos derivados cuya constitución y negociación los hacen comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales (considerandos 2 y 4).

También incluye el asesoramiento entre los servicios de inversión sujetos a autorización, debido a que «los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas» (considerando 3). Por último, indica que debe haber un marco regulador general sobre la ejecución de órdenes, «independientemente de los métodos de negociación empleados, con el fin de asegurar una buena calidad de ejecución de las operaciones de los inversores y de preservar la integridad y la eficiencia general del sistema financiero» (considerando 5).

La MiFID fue adoptada por el Consejo de Ministros de la Unión Europea el 21 de abril de 2004. Su gestación fue larga debido a que las consultas con el sector fueron extensas y también a las deliberaciones políticas. Conviene recordar que las consultas empezaron en 2001. El primer borrador de Directiva se tuvo en noviembre de 2003, se aprobó por el Parlamento Europeo en septiembre de 2003 y se adoptó finalmente por el Consejo, como se ha dicho, siete meses más tarde.

La complejidad de la Directiva provocó que se aplazara la fecha tanto para que los Estados miembros la transpusieran a su legislación nacional como para que las empresas financieras la aplicaran⁸. Desde el 31 de enero de 2007 los Estados tienen que haber adoptado la Directiva y el 1 de noviembre es la fecha límite para que las empresas den cumplimiento a lo dispuesto en ella.

2.2 EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS Y EL ESQUEMA LAMFALUSSY

La MiFID es la primera Directiva que sigue el esquema Lamfalussy. Esto implica que el nuevo marco regulatorio se encuentra recogido no solo en la MiFID, sino, además, en las normas llamadas de segundo nivel y en las medidas de implementación, de tercer nivel.

El esquema Lamfalussy es una estructura de niveles de regulación dirigida a agilizar el proceso normativo de la Unión Europea. Este esquema se diseñó a principios del siglo XXI como respuesta ante la evidencia de una falta de avance en la formación de un marco regulatorio adecuado para conseguir la integración de los mercados de valores y, en consecuencia, en el avance hacia el mercado único.

En el Consejo Europeo de Cardiff, de junio de 1998, se pidió a la Comisión que elaborara un marco de actuación en el que se identificaran las debilidades principales en legislación financiera, especialmente a la vista de las importantes transformaciones que estaban registrando

⁸. Directiva 2006/31/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de abril de 2006 modificando la Directiva 2004/39/EC en relación con ciertas fechas.

los mercados de valores desde la segunda mitad de los años noventa. La Comisión presentó el Marco de Actuación en octubre de dicho año⁹ y fue aprobado en el Consejo de Viena, en diciembre, con una nueva petición a la Comisión de concretar las medidas en un programa de trabajo. El resultado fue el Plan de Acción del Sistema Financiero (FSAP), publicado en mayo de 1999.

Las cuestiones sobre las que había que incidir, según el Marco de Actuación, eran la limitada capacidad legislativa de la Unión Europea, el elevado coste del capital en Europa, las barreras que inversores y entidades tenían para actuar transfronterizamente, la falta de integración de las infraestructuras de mercado y la necesidad de mejorar la coordinación entre las autoridades supervisoras.

El FSAP señalaba cuatro objetivos principales: (i) formación de un mercado único mayorista; (ii) logro de unos mercados minoristas abiertos y seguros; (iii) existencia de unas normas prudenciales y una supervisión adecuadas, y (iv) desarrollo de condiciones necesarias para la formación del mercado financiero único. Estos cuatro objetivos se especificaban en 42 iniciativas que, a su vez, se clasificaban según tres niveles de prioridad.

Dentro de la prioridad 1 se encontraban aquellas actuaciones que se consideraban cruciales para poder materializar los beneficios derivados de la introducción del euro, lograr la competitividad de los servicios financieros de la Unión y salvaguardar los intereses de los consumidores. Se pedía que las medidas de prioridad 1 lograsen un acuerdo político antes del 1 de enero de 2000 para que se pudiera conseguir que el Consejo y el Parlamento Europeo las pudieran aprobar en un plazo de dos años. Paradójicamente, una de las medidas de prioridad 1 era la normativa sobre OPA que fue una de las últimas aprobadas del plan.

La prioridad 2 agrupaba medidas importantes para el mercado único que pudieran conllevar la reforma de la legislación vigente o la adaptación de las estructuras existentes. La prioridad 3 incluía actuaciones sobre las que existía consenso sobre su necesidad para contar con un marco adecuado para los mercados de valores. La revisión de la DSI se calificaba de prioridad 2, calificación que también obtenían la normativa sobre abuso de mercado y la de transparencia.

El calendario establecía que las medidas relativas a los mercados de valores deberían estar completadas a finales de 2003 y el resto de medidas relativas a los mercados de capitales en 2005. Sin embargo el FSAP no avanzó mucho en el primer año debido a la lentitud del proceso normativo europeo y la Comisión encargó un informe sobre el grado de avance en la construcción del mercado único y el diagnóstico de la situación a un Grupo de Expertos, dirigido por Aledandre Lamfalussy. El Informe fue publicado a principios de 2001¹⁰ y adoptado por el Consejo¹¹ y por el Parlamento¹² Europeos durante 2002.

El Informe del Grupo de Expertos proponía la estructuración del proceso regulatorio de la Unión Europea en cuatro niveles, que simplificaban la producción de normas e incluían mecanismos que facilitaban la homogeneización de su aplicación y el seguimiento de su cumplimiento. Estos cuatro niveles son conocidos como «esquema Lamfalussy».

El nivel 1 correspondía a la legislación principal, y debía ser aprobada por codecisión por el Consejo y por el Parlamento Europeos. Lamfalussy proponía que, en la medida de lo posible,

9. COM (1998) 625, 28.10.98. Financial Services: Building a Framework for Action. 10. *Final Report Of The Committee of Wise Men On The Regulation Of European Securities Markets*. Brussels, 15 de febrero de 2001. 11. En marzo de 2001, en el Consejo de Estocolmo. 12. En febrero de 2002.

esta legislación adoptase la forma de Reglamentos en vez de Directivas, dado que los primeros son de aplicación directa y no necesitan transponerse a la legislación nacional. Su efectividad, por tanto, es más rápida.

El segundo nivel contenía las medidas legislativas de desarrollo de las normas de primer nivel. Estas normas debían señalarse en las normas de nivel 1. Las normas de nivel 2 son desarrolladas por la Comisión Europea asistida por un Comité de Valores (CEV) formado por representantes políticos de los Estados. Esta forma de trabajar en dos niveles es más ágil dado que las medidas de nivel 1 se ceñirían a principios, sobre los que es más fácil que haya acuerdo entre los Estados, y las medidas de desarrollo de nivel 2 se delegan en el CEV¹³, que trabaja de forma más próxima al mercado. La conexión con el desarrollo del mercado se aseguraba también por la participación en el proceso de un Comité de Reguladores, formado por las autoridades competentes en materia de supervisión (CESR).

CESR asesora a la Comisión en la elaboración de normas de nivel 2 pero también interviene en el nivel 3 del «esquema Lafalussy». Este nivel se dirige a lograr la implementación uniforme de las normas de los niveles 1 y 2. Para ello CESR puede proponer criterios de interpretación y emitir recomendaciones. El nivel 4 del «esquema Lamfalussy» consiste en la vigilancia de la aplicación de las medidas por los Estados miembros y corresponde a la Comisión.

El «esquema Lamfalussy» terminó por dar un impulso al FSAP, de forma que este pudo ser completado sin mucho retraso sobre el calendario previsto.

La primera tarea de los comités CEV y CESR consistió en revisar la DSI. La MiFID es la primera Directiva que ha sido desarrollada siguiendo el esquema Lamfalussy. A pesar de ello ha recibido la crítica de que su nivel de detalle es excesivo para ser una Directiva de nivel 1. El nivel 2 de la MiFID está compuesto por una Directiva y un Reglamento. En el anejo 2 se señalan las correspondencias de los artículos de estas medidas de nivel 2 con los artículos de la MiFID. La Directiva y el Reglamento que desarrollan la MiFID fueron adoptados por la Comisión Europea en septiembre de 2006¹⁴.

3 MiFID: estructura

La MiFID pretende conseguir un marco de competencia en el ámbito de los mercados de valores pero, a la vez, introduce condiciones para que no se menoscabe la integridad del mercado ni se perjudique a los inversores. Para ello establece:

- Reglas estrictas de realización de las órdenes de los clientes.
- Obligación de ejecutar las órdenes de la mejor forma posible para los intereses de los inversores.
- Liberalización de la negociación de valores.
- Homogeneización de las normas para todos los mecanismos de negociación.
- Requisitos de información amplios sobre las órdenes y sobre su ejecución.

¹³ El CEV vota las propuestas de nivel 2, además de asesorar a la Comisión en la elaboración de las propuestas de nivel 1. ¹⁴ Directiva de la Comisión 2006/73/EC de 10 de agosto de 2006 implementando la Directiva 2004/39/ del Parlamento Europeo y del Consejo, referente a los requisitos organizativos y condiciones operativas para las empresas de inversión y otras cuestiones relativas según tal Directiva. Reglamento de la Comisión n.º 1287/2006 de 10 de agosto de 2006 implementando la Directiva 2004/39/EC del Parlamento Europeo y del Consejo referente a las obligaciones de registro para las empresas de inversión, información sobre transacciones, transparencia de mercado, admisión de instrumentos financieros a negociación y otras cuestiones relativas según tal Directiva.

Estos objetivos ambiciosos explican la amplitud de la Directiva y justifican además la necesidad de clarificar y especificar numerosas cuestiones en la normativa de nivel 2. Hay que señalar también que la Directiva se extiende no solo a valores, sino también a todos los instrumentos financieros que puedan negociarse¹⁵. Su cumplimiento incumbe a numerosos participantes, desde mercados y sistemas de negociación, a intermediarios financieros que presten diversos tipos de servicios de inversión (que además, se amplían), a gestores de inversión¹⁶, etc. Esta amplitud también explica el largo proceso de gestación de la norma así como su complejidad.

Para analizar el contenido de la MiFID resulta útil mirar su índice, que se incluye en el anejo 1. Consta de cinco títulos, que agrupan 73 artículos, y dos anexos. Estos contienen las listas de productos, actividades y servicios financieros y la categorización de clientes profesionales.

Los títulos fundamentales son el II (autorización y condiciones operativas para las empresas de inversión), III (mercados regulados) y IV (autoridades competentes).

El título II regula las empresas que prestan servicios de inversión, incluyendo la operativa de los SMN. Los artículos (arts. 5 a 35) se agrupan en tres capítulos dedicados a: (1) condiciones y procedimientos para autorización; (2) condiciones operativas, y (3) derechos de las empresas de inversión. Dentro de los artículos del título II destaca el dedicado a las obligaciones de «mejor ejecución» (art. 21), que complementa al artículo 19 que obliga a las empresas de inversión a «actuar de forma honesta, justa y profesional, de acuerdo con los mejores intereses de sus clientes». El artículo 19 establece los principios y el 21 señala una obligación de actuación.

El artículo 21 recoge los requisitos que las empresas de inversión tienen que cumplir para poder demostrar que han llevado a cabo todos los pasos para asegurar el mejor resultado para los clientes. Se requieren tres actuaciones:

- Tener medios para conseguir el mejor resultado para los clientes.
- Documentación de la política formulada para lograr esos resultados.
- Capacidad de demostrar que la ejecución se ha hecho de acuerdo con la política de ejecución.

La «mejor ejecución» es difícil de definir de manera unívoca, ya que varía según las necesidades o peticiones de los inversores, y tampoco existen parámetros que permitan medir su calidad. Es explicable que la industria haya discutido ampliamente este artículo y que haya sido necesario que las medidas de nivel 2 y 3 desarrollen los criterios para determinar de forma más precisa la «mejor ejecución».

El título III (arts. 36 a 47) se aplica a los mercados regulados. La operativa de un SMN por un mercado regulado entra en el ámbito del título II. Los artículos de este título se refieren a las condiciones para la autorización de mercados y para su gestión y los requisitos para las personas que pueden ejercer una influencia significativa sobre la gestión. También establece las condiciones para admisión de instrumentos a negociación y para su suspensión o exclusión.

¹⁵ Con la excepción de productos del mercado de cambios. Sin embargo sí incluye derivados sobre tipo de cambio. También incluye la negociación de participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva. En la Directiva de nivel 2 se han excluido productos de financiación de valores, como préstamo de valores, repos o recompras. ¹⁶ Su actividad como gestores está cubierta por la Directiva pero las actividades relativas a la inversión colectiva se regulan por la Directiva de UCITS.

Los artículos 29 y 30 se refieren a los requisitos de transparencia pre y postnegociación para los SMN y los artículos 44 y 45, para los mercados regulados. Por último, se recogen ciertas provisiones referentes a las entidades de contrapartida central y a los sistemas de compensación y liquidación.

Finalmente, en el título IV se regula lo concerniente a la designación y capacidad de las autoridades competentes en relación con la autorización y seguimiento de las empresas de inversión y de los mercados regulados. Se señala que los Estados miembros deben designar las autoridades competentes para llevar a cabo las tareas señaladas en la Directiva. Un principio de gran importancia es la obligación de cooperación entre autoridades (arts. 53 a 63).

Las normas de segundo nivel, como se ha dicho, desarrollan detalles técnicos de implementación de la MiFID. La Directiva 2 se centra en aspectos relativos a las relaciones con los clientes y el Reglamento 2 en temas de información y transparencia. Ambas son normas extensas (arts. 55 y 41, respectivamente) y es compleja su aplicación por parte de la industria.

La Directiva 2 contiene cuatro capítulos: (1) ámbito y definición; (2) requisitos organizativos; (3) condiciones operativas de las empresas de inversión, y (4) provisiones finales. El capítulo segundo dedicado a los requisitos organizativos (arts. 5 a 25) se estructura en cuatro secciones: organización, externalización de funciones, salvaguardia de los activos de los clientes y conflictos de interés. El tercer capítulo (arts. 26 a 52) se refiere a las condiciones operativas de las empresas de inversión y se divide en nueve secciones: (1) incentivos; (2) información a clientes y a clientes potenciales; (3) evaluación de adecuación e idoneidad; (4) información a clientes; (5) mejor ejecución; (6) gestión de órdenes de clientes; (7) contrapartes elegibles; (8) custodia de registros, y (9) definición de términos. Por último, el capítulo cuarto se refiere a la transposición de la Directiva.

El Reglamento 2 se dedica a obligaciones de registro, información, transparencia y admisión a negociación de instrumentos financieros. Se articula en torno a siete capítulos: (1) ámbito; (2) registro de órdenes y transacciones; (3) información de transacciones al regulador; (4) transparencia de mercado (pre y postnegociación); (5) admisión de instrumentos a negociación; (6) instrumentos financieros derivados y (7) provisiones finales. El capítulo 4 es, por su parte, amplio, ya que cuenta con 19 artículos recogidos en cuatro secciones: a) transparencia prenegociación para mercados regulados y SMN; b) transparencia prenegociación para internalizadores sistemáticos; c) transparencia postnegociación para mercados regulados, SMN y empresas de inversión (actuando o no como internalizadores sistemáticos), y d) provisiones comunes para transparencia pre y postnegociación.

En el anejo 2 se señalan las correspondencias entre los diversos artículos de la Directiva y el Reglamento de nivel 2 y los artículos de la Directiva MiFID a los que desarrollan.

La complejidad de muchas de las disposiciones de la normativa de nivel 2 y la inexistencia de definiciones aceptadas con generalidad sobre diferentes conceptos y términos han hecho necesario el desarrollo de numerosas recomendaciones de nivel 3 para garantizar una aplicación homogénea de la MiFID. En este artículo no se recogen las normas de nivel 3 que, por otra parte, siguen en proceso de elaboración.

4 Principales áreas de impacto sobre las entidades

El repaso de la estructura de la MiFID deja clara su complejidad. Su objetivo de crear un marco de competencia en los mercados de valores se desglosa en condiciones específicas en todas las etapas de la cadena de producción de servicios de inversión, desde la fase de selección de los mismos por los clientes hasta su ejecución y liquidación.

Este nuevo marco puede inducir cambios importantes en la industria ya que pueden aparecer nuevos proveedores de diferentes servicios de inversión y ello fomentar una mayor especialización de las empresas. Por ejemplo, no es descartable que aumenten las empresas de tecnología que agreguen las diversas ofertas existentes sobre un valor, o las que ofrezcan servicios de búsqueda de condiciones determinadas (p. e., mejor precio para un volumen determinado) entre los mecanismos de negociación.

Giraud y D'Hondt (2006) consideran que en este modelo más competitivo los intermediarios financieros buscarán aprovechar su mayor conocimiento de los mercados, su tamaño o su capacidad de acceso a diversos mecanismos de negociación, interponiéndose entre los inversores y los mercados. Los bancos de inversión pueden capitalizar sus relaciones con clientes desarrollando mecanismos de internacionalización o plataformas de negociación. Por otro lado, los mecanismos de negociación (mercados regulados o no) mantendrán, ampliarán o perderán cuota de mercado según su capacidad de atraer y agregar liquidez. Los factores que determinarán el éxito de los intermediarios serán no solo su capital disponible y su tamaño, sino también su alcance, su capacidad de innovación y su agilidad para adaptarse a las demandas de los inversores y a la evolución de los mercados.

El objetivo de igualar las condiciones de las empresas de inversión se traduce en requisitos amplios y exigentes sobre sus estructuras de gobierno y organizativas y en todo el desarrollo de su actividad relacionada con clientes.

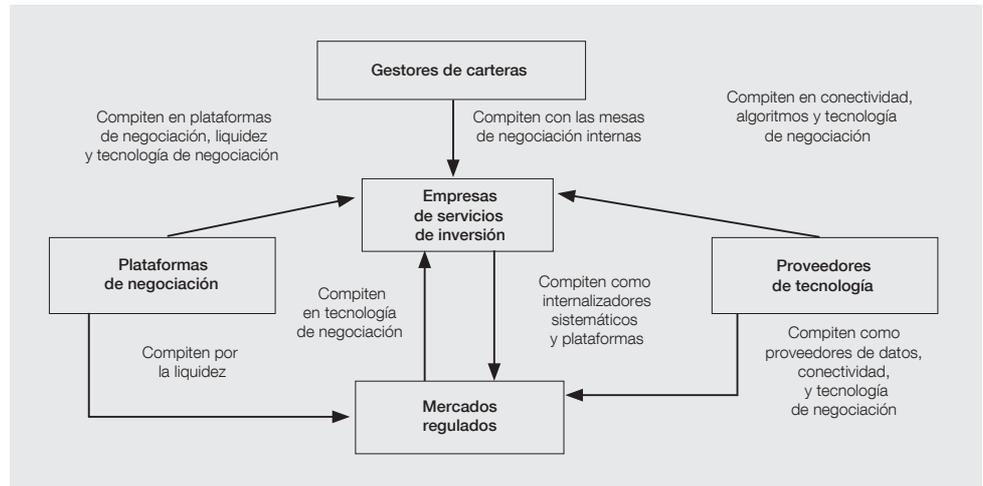
En primer lugar, la MiFID se refiere a la asunción de responsabilidades por el Consejo de la entidad y por su alta dirección, precisamente en el cumplimiento por la empresa de las obligaciones establecidas en la Directiva. Los gestores de la empresa deben diseñar la estructura organizativa y contar con la dotación adecuada de medios técnicos y humanos. Deben también aprobar los mecanismos de control interno de riesgos y de cumplimiento, las políticas, los procedimientos y los canales de comunicación interna.

Un segundo aspecto destacado en la Directiva se refiere a las funciones de control de: (i) cumplimiento normativo; (ii) riesgos, y (iii) auditoría interna. Estas funciones deben ser realizadas de forma independiente.

Las empresas tienen que comprometerse a garantizar la eficiencia de los sistemas de cumplimiento y de gestión de riesgos. Los sistemas de gestión de riesgos deben establecer claramente los niveles de riesgo que la empresa considera tolerables y establecer sistemas para su mitigación. Es novedosa la importancia que la MiFID otorga a la prevención de los incumplimientos, equiparándolos a otros riesgos, para los que también deben establecerse políticas para su prevención. Las personas encargadas del cumplimiento también tienen la responsabilidad de asesorar a la organización y difundir en la empresa la cultura del cumplimiento. Por último, la auditoría interna tiene como cometidos el examen y la evaluación de los mecanismos de control, políticas, procedimientos y decisiones. Debe también vigilar la integridad de sistemas y controles.

Dentro del apartado de los sistemas de control, se debe resaltar la obligación que las empresas tienen de contar con planes de contingencia y de continuidad del negocio, para poder seguir llevando a cabo su actividad, o al menos las funciones críticas, en caso de materializarse un riesgo operativo.

Contar con mecanismos de control adecuados es importante, en especial cuando la empresa de inversión ha decidido externalizar funciones o actividades. La Directiva señala que tanto la



FUENTE: Giraud y D'Hondt (2006), p. 61.

empresa como el prestador de los servicios deben cumplir ciertos requisitos para que la externalización no suponga un deterioro en la relación de la entidad con clientes, en las obligaciones de cumplimiento y en la responsabilidad que atañe a la empresa de inversión.

En tercer lugar, las medidas organizativas son también muy explícitas en relación con todas las cuestiones que atañen a los clientes. Así, la MiFID especifica que los registros que las empresas tengan de todas sus operaciones deben estar en soporte duradero y no manipulable y estar fácilmente disponibles a efectos de supervisión. También deben existir medidas organizativas, de control y de información dirigidas a la salvaguarda de activos de clientes. En especial, debe asegurarse su segregación adecuada de los activos propios de la empresa y deben existir mecanismos de conciliación con terceros.

La MiFID también otorga especial importancia a la gestión de los conflictos de interés, a la que se aplica una metodología de control igual a la del resto de riesgos. El objetivo es evitar perjuicios a clientes, reales o potenciales. Para ello se exige, como punto de partida, la identificación de las áreas, instrumentos, productos o clientes generadores potenciales de conflicto, que se deben señalar en un registro propio. El principal requisito consiste en que las empresas cuenten con una política de gestión de conflictos que les garantice una actuación leal e independiente. Solo en caso de que no se pueda llevar a cabo una gestión del conflicto sin riesgo de perjuicio para los clientes se debe dar publicidad a los mismos.

Un área que es especialmente sensible a los conflictos de interés es el análisis financiero y la MiFID establece medidas dirigidas a promover la independencia en la elaboración de informes y a impedir prácticas que son desleales e, incluso, podrían suponer casos de abuso de mercado.

Además de las normas organizativas, la MiFID también introduce una amplia regulación en las normas de conducta de las empresas de inversión. Las empresas están obligadas a aplicar el principio de «conoce a tu cliente» y asegurarse de la idoneidad del servicio que les proporcionan.

Con el objetivo de aumentar el nivel de protección, la MiFID establece los requisitos que las empresas deben cumplir en la prestación de servicios a clientes y señala que la primera obligación es conocer el tipo de cliente de que se trata. Para ello distingue tres tipos de clientes: minorista, profesional y contrapartida elegible. Las empresas de inversión tienen que informar

a sus clientes en qué categoría están clasificados y cuáles son las consecuencias legales de ello. Hay que señalar que los regímenes de protección con clientes profesionales o contrapartidas elegibles, aunque inferiores a los de los inversores minoristas, no son nulos.

El anexo II de la Directiva contiene los requisitos que deben cumplir los clientes para ser clasificados como profesionales y los criterios de identificación de los clientes que pueden pedir ser considerados como tales a petición propia.

Existe cierta flexibilidad para que los clientes se muevan entre categorías para obtener menor o mayor protección; es decir, los clientes profesionales pueden desear el grado de protección que la Directiva señala para los inversores minoristas. Los clientes pueden elegir el régimen de protección al que desean acogerse de forma general, caso por caso, en servicios o transacciones específicos o en tipos de transacciones o productos.

Las empresas de inversión también tienen que estudiar si los servicios que demandan los inversores son apropiados para ellos. Los servicios de inversión pueden ser clasificados entre los que son de simple ejecución y aquellos que requieren que se haga un test al inversor para ver si se adecuan a sus necesidades o para ver si al menos el inversor conoce sus características.

Hay servicios financieros que contienen un elemento de recomendación por parte de la empresa y, por tanto, requieren que se haga un test de su idoneidad para el inversor. Este es el caso del asesoramiento financiero o de la gestión discrecional de carteras. Para saber la idoneidad de la recomendación o de la gestión se necesita que la empresa obtenga suficiente información acerca de los conocimientos del cliente sobre esos servicios financieros, sus objetivos de inversión y su situación financiera. De esta forma la empresa podrá recomendar los productos y servicios idóneos para el inversor. La Directiva 2 especifica más estos tests y señala, además, que los inversores deben tener capacidad financiera de soportar el riesgo de esos productos.

Otros servicios solo requieren que el cliente pase por un test de adecuación o de conocimiento. Son servicios que no implican recomendaciones o asesoramiento. La empresa debe determinar si son adecuados para el inversor en función de sus conocimientos y experiencia respecto al producto o servicio demandado. En la Directiva 2 se abunda en que los inversores deben ser capaces de conocer los riesgos inherentes en los servicios demandados.

Las empresas podrían ofrecer productos y servicios no adecuados, siempre que el inversor haya sido advertido de los riesgos, según se establece en la Directiva (art. 19.5). Sin embargo, no es admisible que la empresa proporcione servicios no idóneos.

Por último, la Directiva considera como negocios que no necesitan tests aquellos que son de simple ejecución y que se hacen a iniciativa del cliente en instrumentos no complejos, como acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, instrumentos del mercado monetario, bonos y deuda titulizada (excluyendo la que tiene derivados) y fondos de inversión. No obstante, se debe advertir al cliente de su responsabilidad en el servicio demandado y de que la empresa no le ha asesorado sobre la adecuación.

Con el fin de poder aplicar de forma adecuada el principio de «conoce a tu inversor», las empresas deben verificar que tienen mecanismos para obtener información sobre los clientes y para proporcionar los servicios de forma adecuada, incluyendo los avisos necesarios cuando no obtienen información o no la necesitan (solo ejecución). Es decir, las empresas deben revi-

sar que: (i) tienen procedimientos apropiados para capturar la información necesaria; (ii) saben comunicarla a los clientes que la requieren; (iii) tienen mecanismos para asegurarse de que las decisiones se toman considerando las recomendaciones adecuadas, y (iv) sus procedimientos son adecuados también para clientes profesionales.

Así, la MiFID establece requisitos detallados sobre la información acerca de la empresa y los servicios que ofrece que deben proporcionarse a los clientes, sean minoristas o profesionales. Es decir, regula la información que debe facilitarse, el momento de difusión, la forma de darse y el momento de su actualización. Además, las empresas deben asegurarse de que toda la información proporcionada en la comercialización es clara, correcta y no engañosa. De igual manera, los mensajes promocionales y anuncios deben responder a los mismos principios y deben identificarse como lo que son.

Respecto a los contratos y acuerdos con los clientes, las empresas deben guardar un registro en el que se establezcan los términos bajo los que les proporcionan servicios de inversión. Los documentos pueden referirse a envío de información, notificación de provisión de servicios, requisitos de consentimiento, etc. Las empresas ya guardan este tipo de documentación, pero con la MiFID tendrán que asegurarse de que cubren todos los aspectos señalados en las normas de nivel 2. En particular, se establecen requisitos para asegurarse de que los clientes reciben los detalles de las transacciones e información regular con la información esencial de su cartera de inversiones. Esto implica que se elimina la flexibilidad actual en el contenido y frecuencia de dichas informaciones.

Un requisito que ha suscitado bastante polémica por su ambigüedad y complejidad de aplicación es la exigencia de cumplir con lo que se denomina la «mejor ejecución». Según lo recogido en la Directiva, una empresa tendrá que tomar todas las medidas necesarias para obtener el mejor resultado posible para los clientes, teniendo en cuenta cuestiones como el precio, los costes, la rapidez y probabilidad de la ejecución y la seguridad en la liquidación. Estas medidas deben estar recogidas formalmente en la política de actuación de la empresa, de la que debe informarse a los clientes y estos deben dar su consentimiento. Las empresas de inversión deben vigilar la eficiencia de la política y mecanismos según los resultados y, además, estar dispuestas a demostrar esa eficiencia al cliente en todo momento. Sobre este tema se profundiza en el epígrafe 7.

Un último bloque de requisitos respecto a la actuación de las empresas de inversión se refiere al manejo de las órdenes de los clientes. La MiFID exige que las órdenes de clientes se ejecuten de forma rápida, justa y conveniente. Las medidas de nivel 2 profundizan en esta cuestión y requieren que las empresas de inversión se cercioren de que las órdenes en nombre de los inversores se registren y asignen de forma adecuada y segura, se realice la misma asignación a las órdenes agregadas, se aseguren de que los activos de los clientes recibidos en liquidación de una orden ejecutada se envíen de forma rápida y correcta a la cuenta del cliente pertinente y, además, se hagan públicas las órdenes limitadas de clientes que no hayan podido ser ejecutadas de forma inmediata, dadas las condiciones del mercado.

En definitiva, la nueva Directiva es exhaustiva en los requisitos que deben cumplir las empresas de inversión, tanto en relación con su organización como en sus relaciones con clientes. Todas estas exigencias responden al objetivo de asegurar un régimen elevado de protección del inversor en un entorno caracterizado por la flexibilidad y competencia en la actuación de las entidades. No obstante, la dificultad de aplicación de estos requisitos pueden hacer dudar de la viabilidad de su aplicación homogénea y del resultado final sobre la protección del inversor. La industria ha expresado su opinión de que estas medidas conllevarán mayores costes

5 Competencia y fragmentación de mercados

que oportunidades de negocio. Desde el punto de vista de la protección del inversor, parece que su efectividad requerirá tiempo y posiblemente un mayor conocimiento por parte de los inversores.

Una provisión importante de la MiFID es la abolición de la regla de concentración del mercado, que exigía que las órdenes de los inversores se ejecutaran de forma exclusiva en los mercados regulados, y que existía en algunos países de la Unión Europea¹⁷. La MiFID señala que las transacciones de valores pueden realizarse no solo en mercados regulados sino también en SMN o en las propias empresas de inversión, que pueden ofrecer servicios de internalización de órdenes.

La MiFID define los mercados regulados y los SMN como sistemas multilaterales que ponen en contacto múltiples intereses compradores y vendedores de terceros, según reglas no discrecionales (art. 4). Hay alguna diferencia entre unos y otros. En primer lugar, los mercados regulados son autorizados por la autoridad competente. La segunda diferencia es que los mercados regulados negocian los instrumentos financieros que tienen admitidos según sus normas, mientras que los SMN no tienen capacidad de admisión, aunque deben tener reglas claras para determinar los instrumentos que pueden negociarse. En tercer lugar, mientras que los mercados regulados solo pueden ser operados por un gestor del mercado, los SMN lo pueden ser tanto por un gestor del mercado como por una empresa de inversión.

La internalización puede consistir en el cruce de las órdenes de los clientes con posiciones por cuenta propia de la entidad o con las posiciones de otros clientes. Los internalizadores sistemáticos son empresas de inversión que tienen establecidos sistemas propios para ejecutar órdenes de clientes de forma organizada fuera de los mercados regulados o de los sistemas alternativos (art. 4). Su presencia también introduce competencia en la actividad de negociación de valores.

Además, la MiFID recoge el derecho de una empresa de inversión de acceder a los mercados regulados en otro país, directamente mediante sucursales o mediante acceso remoto (art. 33). También pueden acceder a la entidad de contrapartida central o a los servicios de compensación y liquidación en otros Estados miembros (arts. 34 y 35).

La abolición de la regla de concentración de mercado abre las puertas a que en diversos países aparezcan nuevos proveedores de servicios de negociación. Es difícil determinar el panorama de los mercados a partir de la Directiva. Es posible que surjan alternativas de negociación, pero ello dependerá de la naturaleza del instrumento negociado, de su liquidez o del tamaño de las órdenes, ya que los costes de las alternativas (requisitos de transparencia) pueden variar según esas circunstancias [Giraud y D'Hondt (2006)].

La posibilidad de que un mismo valor se negocie en mecanismos distintos plantea el riesgo de fragmentación de los mercados. Hay que señalar que en los mercados de valores existe una fuerza centrípeta hacia la consolidación del flujo de órdenes en un solo mecanismo, dado que la negociación se beneficia de economías de red, que significa que su valor se incrementa cuantos más agentes acuden a los mismos. Así, un mercado que disfruta de liquidez atraerá órdenes, de forma que aumentará la liquidez. Y también la atracción de órdenes conlleva que los precios incorporen más información. Las economías de red suponen una ventaja para los mercados establecidos.

17. Y que estaba considerada en la DSI.

Pero también existen tendencias centrífugas en los mercados debido a problemas de ineficiencia en mercados monopolistas. La competencia entre distintos mecanismos permite reducir costes o contar con servicios más ajustados a las necesidades de los clientes. Por ejemplo, muchos SMN surgen para cubrir las demandas de inversores institucionales a los que ofrecen características apropiadas. Así, unos participantes necesitan ejecutar órdenes grandes, otros demandan inmediatez u otros desean un mercado para inversores cualificados o con un determinado nivel de información. Por su parte, la internalización suele estar dirigida a canalizar operaciones de grandes inversores institucionales.

También pueden surgir nuevos mecanismos de mercado con el objetivo de reducir los costes de negociación de los mercados establecidos o mejorar otras condiciones. La existencia de economías de red hace difícil que nuevos mecanismos de negociación sean capaces de disputar la primacía de los mercados establecidos, a no ser que estos muestren importantes ineficiencias.

La competencia por los flujos de órdenes puede conllevar la coexistencia de diferentes mecanismos de negociación, pero esta situación puede ser temporal y finalizar con un nuevo mecanismo de negociación dominante. Es más difícil que la situación resultante sea la pervivencia de varios mecanismos de negociación, aunque no es descartable. Entre los factores que influyen en la posibilidad de convivencia, aparte de las demandas de los inversores, se encuentran el modelo de negocio de contratación y el tamaño del mercado. Es decir, esta situación depende de que haya liquidez suficiente para poderse distribuir entre diversos mecanismos.

La cuestión es si la existencia de diversos mecanismos de negociación produce fragmentación en el mercado y ello conlleva un deterioro en la calidad del mismo. Hay que señalar que el término fragmentación se usa con dos interpretaciones diferentes. La primera es que existen distintos mecanismos de negociación que —se puede decir— se reparten los flujos de órdenes. La segunda interpretación es que la existencia de diversos mecanismos produce una segmentación del mercado, con el resultado de un deterioro en la formación de precios. Así, según Davies et al. (2006) se produce fragmentación si no existe un mecanismo que garantice la interacción entre las órdenes sobre el mismo valor. Puede existir segmentación entre diversos mecanismos de negociación o entre diversos segmentos en un mismo mecanismo (p. e., las transacciones de bloques no se relacionan con las transacciones minoristas). En este caso, los precios formados en los mercados regulados no serían informativos y no incorporarían con rapidez la nueva información, con lo que se alejarían de las condiciones de eficiencia.

En principio se va a utilizar la primera interpretación, que parece la más directa: la existencia de múltiples mecanismos de negociación conlleva que las órdenes se repartan entre ellos y se produzca una fragmentación del mercado. Posteriormente se señalarán las condiciones para que este resultado no se produzca, es decir, para que una multiplicidad de mecanismos no implique segmentación.

La cuestión, por lo tanto, es si la multiplicidad de mecanismos de negociación deteriora la calidad del mercado¹⁸. La calidad puede medirse en términos de dos funciones que tienen los mercados: proporcionar liquidez y asegurar la eficiencia en la formación de precios.

18. Nuevamente, la palabra «mercado» es ambigua, porque puede referirse a una estructura de mercado en particular o a todo el ámbito en el que se negocia un valor.

Un mercado es líquido si permite ejecutar órdenes de elevado tamaño, de forma rápida y con bajo coste. Es decir, el concepto de liquidez tiene varias dimensiones:

- Inmediatez o capacidad de ejecutar la transacción de forma rápida.
- Tensión o relajación, que es un componente de precio y coste de la liquidez. Cuando en un mercado hay un *spread* reducido entre las cotizaciones de compra y venta, el mercado está tenso y la liquidez es alta.
- Profundidad o capacidad del mercado de procesar órdenes de gran tamaño sin generar movimientos importantes en los precios.
- Resistencia o facilidad de ajuste de los precios tras la aparición de nueva información.

Un mercado donde se cumplen estas características es atractivo para los participantes y se produce un círculo virtuoso, ya que un mercado líquido atrae liquidez. Esto es equivalente a decir que los mercados tienen economías de red.

La eficiencia en la formación de precios es otra característica fundamental en los mercados. Se puede definir como la capacidad de los mercados de formar precios que se aproximen al verdadero valor del activo; es decir, que los precios de mercado sean informativos. Los mercados pueden mostrar diversos grados de eficiencia según el contenido informativo de sus precios: dependiendo de si reflejan la información pasada, la información pública o si son capaces de incorporar toda la información relevante, la eficiencia se calificaría como débil, semifuerte o fuerte.

La participación de agentes informados en los mercados contribuye a la formación eficiente de precios y aquella depende del coste de la obtención de información y de las características de liquidez de los mercados.

Los estudios teóricos y empíricos existentes llegan a conclusiones muy diversas tanto sobre la tendencia de los mercados a fragmentarse como sobre los efectos de la competencia entre mecanismos de negociación. Hay que señalar que los estudios más abundantes se refieren a mercados dirigidos por precios o de *dealers*. En el caso de estos mercados, es más frecuente que se produzcan ganancias importantes en términos de reducción de costes cuando se permite la competencia con otros mecanismos de negociación debido a la presencia de los *dealers*. No hay muchos estudios dedicados a los mercados dirigidos por órdenes y tampoco sus resultados son concluyentes acerca del efecto de la aparición de nuevos mecanismos de contratación sobre la liquidez. Tampoco hay muchos estudios empíricos referidos a los mercados europeos, que son generalmente de órdenes.

Autores como Pagano (1989a, 1989b), Chowdhry y Nanda (1991) o Mendelson (1987) sostienen que los flujos de órdenes tienden a concentrarse en los mercados que cuentan con la mayor liquidez, debido a sus externalidades de red. Arnold et al. (1999) señalan que los mercados consolidados atraen mayores flujos de órdenes y disfrutan de *spreads* más reducidos. Otros autores encuentran que la estructura que concentra la liquidez es la que proporciona mayor bienestar [Foucault y Parlour (2004)].

Por otra parte, también hay autores que consideran factible la competencia entre estructuras de negociación, como Madhavan (1995) o Harris (1995), que podrían llevar al extremo de

provocar una segmentación del mercado en el caso de que fueran las órdenes de los mayores proveedores de liquidez las que se desplazaran. No obstante, Battalio y Holden (2001) y Foucault y Parlour (2004) creen que puede producirse un equilibrio con múltiples estructuras de mercado si entre ellos existen diferenciales de costes de liquidez.

Sobre los efectos de la fragmentación, unos autores encuentran que la competencia contribuye a reducir los *spreads* y por tanto aumenta la profundidad del mercado [Biais et al. (2000)]. Hamilton (1979) encuentra que la competencia entre sistemas de mercados tiene efectos positivos netos (aunque pequeños) en términos de menores *spreads* y menor volatilidad de precios. De hecho, los *spreads* en la Bolsa de Nueva York se redujeron tras haberse producido un trasvase de parte de su negociación a los sistemas alternativos [Battalio et al. (1997)]. Sin embargo el resultado opuesto se obtuvo por Davis y Lightfoot (1998).

Mendelson (1987) sostiene que la fragmentación reduce la liquidez, aumenta la volatilidad y empeora el proceso de formación de los precios. En primer lugar, la existencia de diversos centros de negociación divide la liquidez y, por tanto, reduce la probabilidad de ejecución de las órdenes en cada centro. Además dificulta el conocimiento de la liquidez total disponible para cada valor. Por otro lado, la menor liquidez aumenta la volatilidad ya que el impacto de las órdenes sobre el precio se hace mayor. En último lugar, es más difícil que los precios incorporen información que está dispersa entre diversos centros de liquidez y es posible que no se forme un precio único.

También la segmentación puede provocar un fenómeno de parasitismo si solo los mercados organizados son los que forman los precios de referencia y los demás mecanismos o centros los toman como dados. El mecanismo de formación de precios requiere la contribución de liquidez, lo que supone un coste. Sin embargo, los mecanismos alternativos que toman como referencia los precios cruzados en mercados establecidos no soportan dicho coste, a la vez que cuentan con un precio formado en unas condiciones de liquidez que no son las del propio sistema. Esta situación lleva al deterioro de la calidad de los precios en la medida en que la liquidez abandona el mercado organizado y se desplaza al mecanismo alternativo. Los precios de referencia se irían formando cada vez en condiciones de menor liquidez.

Easley et al. (1996) señalan la posibilidad de que unos centros se esfuercen por atraer a inversores no informados¹⁹ canalizando las órdenes de los inversores formados al resto de centros de negociación. Los centros que cuentan con la participación de inversores informados tienden a ampliar los *spreads* por el riesgo que supone tener como contrapartida a alguien sobre el que se sospecha que cuenta con mayor información. Cuando se produce una segmentación de este tipo, aparte de los efectos negativos sobre la formación de precios, se produce un deterioro de la protección de los inversores minoristas.

Este caso puede darse en los internalizadores sistemáticos que tienen capacidad para conocer los clientes. Este conocimiento también puede dar lugar a prácticas de preferencia en el flujo de órdenes, que implica su asignación previa a un agente (banco, *broker*...) para su ejecución, a cambio de contraprestaciones distintas del mejor precio²⁰. Las prácticas de preferencia deterioran la competencia ya que las órdenes responderían a factores distintos del precio del valor [Davies et al. (2006)]. Chakravarty y Sarkar (2002) señalan que la presencia de

19. Esto se conoce como «llevarse la crema» o *cream skimming*. 20. Los detractores de la internalización también señalan que puede provocar conflictos agente-principal cuando las entidades cruzan las operaciones con la cuenta propia, aparte de que es vulnerable a prácticas de abuso de mercado como la anticipación a las órdenes de los clientes.

internalizadores reduce la profundidad del mercado y el contenido informativo de los precios. En cuanto a la internalización, Cheng et al. (2002) encuentran que no afecta a los incentivos a cotizar pero sí a los incentivos a remitir órdenes de tamaño elevado. Los estudios empíricos no son concluyentes aunque los más recientes señalan que los efectos de la internalización dependen del aspecto de la calidad del mercado que se examine. Así, parece que aunque los mercados como NYSE producen mejores precios, cuando se tienen en cuenta otros factores adicionales al precio, como son la probabilidad o la velocidad de ejecución, la internalización puede proporcionar mejores resultados que los mercados regulados [Battalio et al. (2003)].

Para aunar los beneficios que proporciona la competencia y no mermar la calidad del mercado se debe conseguir que la proliferación de mecanismos de negociación no produzca fragmentación, en la segunda acepción señalada anteriormente. Es decir, se debe conseguir que las órdenes existentes puedan interaccionar. Para ello se requiere que haya una difusión generalizada de la información y vías que permitan la canalización de las órdenes a los diferentes mecanismos de negociación. La información generalizada de las condiciones de los mecanismos facilitará su incorporación a los precios. La segunda condición es que los agentes negociadores puedan responder a las condiciones existentes en los demás mecanismos²¹.

El reto de la MiFID es precisamente el establecimiento de condiciones para que los distintos sistemas de negociación compitan entre sí y que ello no deteriore la calidad del mercado. Este es el propósito de las normas de transparencia y de mejor ejecución que se analizan en las dos siguientes secciones.

6 Transparencia

La información en los mercados de valores desempeña un papel mayor que en otros mercados de bienes y servicios y su importancia es mayor cuando existe la posibilidad de contratar un mismo valor en diversos mecanismos y centros de negociación. La difusión de información es crucial para que los individuos puedan formar una opinión sobre el valor de los activos que desean negociar.

En este epígrafe se va a comentar la relevancia de los requisitos de transparencia para conseguir la consolidación del mercado. La transparencia no está exenta de costes, tanto operativos como de información. Operativos porque los mercados tienen que poner en marcha mecanismos apropiados para recoger la información y difundirla. Existen costes de información porque los agentes cuyas posiciones se difunden pueden tener que soportar consecuencias negativas derivadas de hacer públicas sus intenciones o sus posiciones. Es decir, la transparencia tiene efectos positivos sobre la formación de precios, pero también costes. Estos se traducen en un posible *trade off* entre transparencia y liquidez [Bloomfield y O'Hara (1999)].

La transparencia en los mercados se refiere a la información que los agentes pueden observar sobre las condiciones existentes antes de efectuar una negociación y sobre las características de las negociaciones ejecutadas. Es decir, puede haber transparencia prenegociación que se refiere al libro de órdenes del mercado (información sobre precios y cantidades enviadas al mercado, además de los agentes que las envían) y, en el caso de mercados dirigidos por precios, además las cotizaciones de los creadores de mercado. También puede haber transparencia postnegociación, que se refiere a información sobre las órdenes ejecutadas: precio, cantidad ejecutada y agentes que las efectuaron.

21. Es posible que con el marco establecido en la nueva Directiva aumenten empresas que ofrezcan servicios de consolidación con pantallas que muestran la información de forma conjunta, o sistemas de *routing* de órdenes hacia los mecanismos que ofrezcan las mejores condiciones (precio, probabilidad de ejecución, velocidad).

Respecto a los efectos positivos de la transparencia cabe decir, en primer lugar, que la disponibilidad de información a bajo coste contribuye a que la información se recoja en los precios con lo que mejora su eficiencia. Este resultado es avalado por diferentes estudios como los de Madhavan (1996), Bloomfield y O'Hara (1999), Boehemer et al. (2005) y Pagano y Roell (1996). Baruch (2004) construye un modelo en el que la transparencia prenegociación mejora la eficiencia de los precios ya que el impacto en precios de las órdenes se reduce.

También hay autores que señalan que la difusión de información es importante cuando los participantes tienen asimetría informativa, y los agentes informados pueden obtener beneficios a expensas de los no informados [Scalia y Vacca (1999)].

La transparencia facilita procesos de búsqueda de contrapartida ya que hace que las órdenes se puedan dirigir a uno u otro centro dependiendo de los precios que se coticen y de otras características. Además, permite evaluar la ejecución realizada por los intermediarios.

Así, los requisitos de transparencia son más importantes en los mercados dirigidos por precios o de *dealers*, ya que estos, aunque publican sus cotizaciones, permiten cierta opacidad en las condiciones de ejecución. Los menores requisitos de información les hace ser preferidos en el caso de las órdenes de gran tamaño debido al posible impacto en precio y debido a la vulnerabilidad de su posición si esta se hace pública. Además, Flood et al. (1999) comprueban que la información prenegociación resulta en unos *spreads* menores en un inicio, pero posteriormente empeora la eficiencia en la formación de precios porque los *dealers* no se ven incentivados a mejorar sus cotizaciones cuando la información es pública. Así, la información postnegociación es particularmente importante en el caso de los mercados de *dealers*, ya que las cotizaciones *ex ante* pueden resultar poco significativas si los *dealers* han aplicado mejoras o descuentos a ciertas transacciones. Flood et al. (1997) señalan que los requisitos postnegociación en los mercados de *dealers* contribuyen a mejorar la eficiencia porque permiten conocer las condiciones de todas las transacciones y no solo en las que un agente ha participado.

Todo ello corrobora la importancia de los requisitos de transparencia pre y postnegociación ya que estimula la competencia entre los oferentes de liquidez, lo que reduce los *spreads* y los costes de transacción.

Las exigencias de transparencia cobran mayor importancia cuando hay diversos mecanismos de mercado. Si un activo se negocia de forma simultánea en dos centros, la información de las condiciones de negociación se encontrará dispersa entre ambos y, además, puede ser heterogénea. En esas condiciones será difícil que los inversores puedan confiar en la bondad de los precios a los que están ejecutando las transacciones. Las reglas de transparencia permiten que la información dispersa pueda ser incorporada en los precios que, como consecuencia, tenderán a converger. Sin embargo, la producción de información conlleva costes operativos para el propio mercado y para las estrategias de los inversores. Los requisitos deben ser generalizados y exigidos por la regulación [Sabatini y Tarola (2002)]. En otro caso, los mercados con menores exigencias informativas pueden conseguir atraer mayores flujos de órdenes [Bloomfield y O'Hara (2000)]. También Madhavan (1995) señala que persistirá la fragmentación del mercado mientras no haya obligaciones de difusión de información.

Es decir, los requisitos de transparencia sirven para garantizar que la existencia de diversos mecanismos de negociación no se traduzcan en una menor calidad, ya que la transparencia facilita la formación de los precios y evita que se fragmente la liquidez. No obstante, la relación entre transparencia y liquidez es compleja y, a veces, ambas resultan antagónicas. Por un

lado, parece que la transparencia mejora la confianza de los inversores, especialmente de los no informados, y ello atrae órdenes, lo que contribuye a aumentar la liquidez del mercado. Madhavan (1996), Pagano y Roell (1996) o Behemer et al. (2005) encuentran este efecto.

Pero también hay autores que señalan que unos requisitos elevados de transparencia son contraproducentes. Por un lado, una transparencia excesiva puede dificultar la ejecución de órdenes grandes y, además, desincentivar las órdenes limitadas. En el caso de los mercados de órdenes, la revelación del libro de órdenes hace que los agentes que introducen órdenes limitadas incrementen su riesgo de posición, ya que permite a los demás participantes deducir sus posiciones y estrategias y les facilita que puedan operar de forma estratégica frente a aquellos. Los agentes afectados o se alejan del mercado o solo remitirán «órdenes de mercado» con el resultado, en ambos casos, de reducir la liquidez. En el caso de los mercados de precios, unos requisitos de transparencia elevados también reducen los incentivos de los creadores de mercado para ofrecer cotizaciones agresivas. Es decir, no tendrán muchos incentivos para mejorar las cotizaciones de los competidores porque habrá menos incertidumbre sobre sus posiciones. El resultado será *spreads* más amplios y precios menos competitivos [véanse Bloomfield y O'Hara (1999) y Flood et al. (1997)].

Además, requisitos exigentes de transparencia pueden incentivar prácticas de preferencia y de internalización, de forma que se reduzcan las órdenes limitadas, lo que provocaría el efecto contrario al deseado: menor liquidez y menor competencia de precios. Madhavan, Porter y Weaver (2005) señalan este efecto.

La consecuencia es que resulta difícil determinar el grado óptimo de transparencia. Un elemento que contribuye a esta dificultad es la heterogeneidad de los participantes con preferencias diversas. Cuando los participantes tienen órdenes de gran tamaño, son reticentes a la transparencia debido al temor de que el mercado se mueva en su contra. Por otro lado, también los participantes informados prefieren niveles bajos de transparencia, de forma que puedan mantener esa ventaja competitiva; obviamente los agentes no informados se decantan por una transparencia elevada.

La conclusión es que un cierto nivel de transparencia tiene efectos positivos sobre la liquidez y eficiencia de los mercados. Los mecanismos de negociación han ido modificando con el tiempo su nivel de transparencia. En una primera etapa, los mercados fueron incrementando la información exigida pero, posteriormente, muchos mercados empezaron a reducir ciertos requisitos o a ofrecer facilidades para escapar a los mismos, tales como la posibilidad de tener órdenes no reveladas. Este retroceso en la información se explica por la presencia creciente de grandes inversores institucionales con necesidad de procesar órdenes de elevado tamaño. También las presiones competitivas llevaron a algunos mecanismos a ofrecer posibilidades de negociación menos transparentes y, por tanto, con menores costes.

La MiFID recoge las condiciones que deben existir para garantizar la protección de los inversores y la integridad del mercado en un entorno de competencia. Entre las mismas se incluyen unos requisitos de transparencia generalizados para todos los proveedores de servicios de negociación: SMN, mercados organizados e internalizadores sistemáticos.

Las obligaciones de transparencia prenegociación se encuentran en los artículos 29 para los SMN, 44 para los mercados regulados y 27 en el caso de los internalizadores sistemáticos. Las obligaciones para los mercados regulados y para los SMN son iguales. Ambos mecanismos de negociación deben publicar, como mínimo, los precios de compra y venta y la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios. La difusión se realizará a través de

sus sistemas y se hará pública en condiciones comerciales razonables y dentro del horario normal de negociación. Las autoridades pueden eximir de la publicación en función del modelo de mercado o del tipo y volumen de las operaciones, en especial en el caso de operaciones de gran volumen.

Las empresas de inversión que prestan servicios de internalización deben poder acceder a los sistemas de los mercados regulados en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria.

Son diferentes las obligaciones para los internalizadores, que se recogen en el artículo 27. Según el mismo, las empresas deben publicar las cotizaciones en firme, para las acciones en las que son internalizadores, cuando para estas existan mercados líquidos. En caso de no cumplirse la condición de liquidez, la publicación solo se debe hacer a petición del cliente. Los internalizadores pueden decidir el volumen o volúmenes que quieren cotizar y a los que ofrecerán precios firmes de compra, si esos volúmenes son inferiores al estándar del mercado. En el caso de negociar con volúmenes superiores al estándar, quedan exentos de las obligaciones señaladas en el artículo.

Los internalizadores deben hacer públicas sus cotizaciones de forma regular y continua en el horario normal de negociación y su acceso debe ser fácil para los demás participantes del mercado. Para los clientes minoristas los internalizadores están obligados a ejecutar sus órdenes a los precios que coticen en el momento de su recepción. En el caso de clientes mayoristas podrían ejecutar sus órdenes a un precio mejor que el cotizado, siempre que se encuentre en un rango próximo y que esas órdenes sean de mayor volumen que el de las órdenes minoristas.

Los requisitos de información postnegociación de los SMN se recogen en el artículo 30 y los de los mercados regulados en el 45. En ambos casos se exige la publicación del precio, volumen y hora de las operaciones realizadas, que deben hacerse públicos en condiciones comerciales razonables y lo más rápidamente posible. Se podrá autorizar el aplazamiento de la publicación en el caso de operaciones de gran volumen. Los métodos de divulgación aplazada deben ser autorizados por el supervisor y conocidos por los inversores. Los mercados regulados pueden permitir a los internalizadores sistemáticos obligados a publicar información sobre la negociación usar sus sistemas, también en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria.

El artículo 28 contiene las obligaciones de información postnegociación para los internalizadores. Señala que las empresas de inversión que negocien por cuenta propia o de clientes al margen de un mercado regulado o de un SMN deben hacer público el volumen y el precio de esas transacciones y la hora en que han concluido. La información debe ser lo más rápida posible y hacerse de forma que sea accesible a los demás participantes del mercado. La posibilidad de aplazar la información sobre ciertas operaciones es la misma para los internalizadores que para los mercados regulados o para los SMN.

La conclusión es que la MiFID contiene unos requisitos de información amplios y generales para los mecanismos de negociación públicos. Sin embargo, en el caso de los internalizadores sistemáticos se admiten ciertas excepciones en la información previa con posibilidades de mejora en el precio según el tamaño que podrían dar lugar a problemas de segmentación de mercado. Ferrarini y Recine (2006) y Köndgen y Theissen (2006) atribuyen este resultado, cuyos efectos sobre la eficiencia de precios consideran negativos, a las presiones de grandes bancos de inversión durante el proceso de negociación de la Directiva.

Los requisitos de transparencia permiten comparar las condiciones existentes en los diversos mecanismos de contratación. Su contribución a evitar que se produzca una segmentación de mercados requiere una segunda condición, que es la capacidad de los agentes económicos de negociar en los distintos mecanismos de forma que su actuación contribuya a consolidar la información. En el caso de la MiFID se recoge la obligación de que las normas de acceso deben ser transparentes y objetivas tanto para el acceso a los SMN (art. 14) como a los mercados regulados (art. 42). En el caso de los internalizadores, el artículo 27 señala que pueden decidir a qué inversores dan servicio, según su política comercial, pero de forma también objetiva y no discriminatoria.

7 Mejor ejecución

El marco de protección de los inversores se garantiza con los requisitos de transparencia y con el principio de mejor ejecución. Las normas de mejor ejecución pretenden evitar los riesgos de que la apertura de los mercados resulten en un deterioro de la posición de los inversores. Estos principios acompañan a los requisitos de transparencia, cuya finalidad es impedir que la flexibilización de los mercados conlleve un deterioro en su eficiencia.

Como se ha señalado en el epígrafe 3, el principio de mejor ejecución, contenido en el artículo 21 de la Directiva, complementa al artículo 19 que establece que las empresas de inversión deben actuar con honestidad, de forma apropiada y profesional de acuerdo con el mejor interés de sus clientes. El artículo 21 añade la obligación de llevar a cabo todos los pasos necesarios para obtener el mejor resultado posible. El principio de mejor ejecución señala varias obligaciones para las empresas de inversión:

- Contar con medios para conseguir la mejor ejecución.
- Documentar la política establecida para ello, que incluya la selección de mecanismos de ejecución elegidos y la justificación de la elección.
- Vigilar y revisar la política para asegurarse de que produce el mejor resultado posible de forma consistente.
- Demostrar, a petición del cliente, que la ejecución se ha hecho conforme a la política establecida y que esta permite lograr el mejor resultado posible.

La industria ha expresado su preocupación por la dificultad de precisar lo que es una mejor ejecución al no haber un marco establecido para señalar lo que constituye la «calidad de la ejecución» y por la dificultad de demostrar que se ha hecho todo lo posible por conseguir un resultado.

La aplicación del principio de mejor ejecución tiene problemas tanto de definición como de aplicación práctica. La mejor ejecución tiene significados diferentes para los distintos inversores y ello se debe tener en cuenta. Esto quiere decir que la mejor ejecución no refleja un único atributo de la ejecución, sino que se puede entender como un vector de atributos.

La mejor ejecución combina elementos de calidad y costes. Pueden existir diversos factores que determinen una mejor ejecución de los servicios proporcionados más allá del precio al que se ha ejecutado la orden y su rapidez. Entre los factores que determinan que la ejecución es «la mejor posible» se incluyen el logro de una elevada probabilidad de ejecución o la seguridad en la liquidación. Además, hay que tener en cuenta otros condicionantes, como son el tamaño y la naturaleza de la orden. La combinación de todos estos elementos es difícil y es posible que, aun

teniéndolos en cuenta, las empresas puedan tomar distintas decisiones. Tradicionalmente estos atributos importaban especialmente a las órdenes institucionales, mientras que las órdenes minoristas se centraban en el logro del mejor precio posible. Sin embargo, la sofisticación creciente de los inversores ha extendido la aplicación de otras características de una buena ejecución a todo tipo de inversores.

Las dificultades comienzan por la ponderación que habría que asignar a los distintos atributos que configuran lo que es una buena ejecución: ¿debe predominar el criterio del precio o el de la rapidez?, ¿cómo se debe valorar la complejidad en la liquidación?, ¿y el riesgo de contrapartida? También se pueden producir circunstancias no previstas que son importantes para una buena ejecución. Por ejemplo, podría ser necesario tomar decisiones como fragmentar la orden para lograr mayor rapidez o mejor precio, cuestiones sobre las que la empresa de inversión puede no tener autonomía.

Además de consideraciones sobre la naturaleza de las órdenes, hay que tener en cuenta las necesidades de los clientes, que pueden ser muy diferentes, incluso entre los inversores minoristas. Respecto a la consideración de los clientes, aparece otro problema: es posible que una orden haya sido «ejecutada bien» para un cliente determinado pero en ese caso ¿cabe decir que implica también una «buena ejecución» para la otra parte? Harris (1995) recoge una amplia relación de elementos que influyen en la «mejor ejecución».

Parte de estos interrogantes se tratan de resolver en la Directiva de nivel 2, cuyos artículos 44, 45 y 46 desarrollan lo señalado en el apartado 6 del artículo 21. Específicamente se refiere a: (i) los criterios para determinar la importancia relativa de los criterios para determinar el mejor resultado posible teniendo en cuenta el volumen y tipo de orden, así como si el cliente es particular o profesional; (ii) los factores a tener en cuenta por una empresa de inversión para determinar los centros que pueden producir los mejores resultados y para revisar sus sistemas de ejecución, y (iii) la naturaleza y amplitud de la información a facilitar a los clientes sobre la política de ejecución.

Respecto al primer punto la Directiva 2 (art. 44) señala que para los clientes profesionales se deben tener en cuenta los factores siguientes, en ese orden: naturaleza del cliente, naturaleza de la orden, características del instrumento financiero y características del mecanismo de negociación. De todas formas, esta enumeración sigue sin resolver la cuestión de cómo ponderar su importancia en la evaluación de la calidad de la ejecución.

Por otro lado, en el caso de los clientes minoristas se propone tener en cuenta el conjunto de los precios y las comisiones relacionados con la transacción en los que incurre el cliente. No obstante, no queda claro si se deben tener en cuenta costes indirectos como costes de oportunidad, *spreads* o impacto en precio. Además, ¿cómo pueden los clientes conocer si el precio que han obtenido es el resultado de una buena ejecución? Por último, no se señala cómo se pueden tener en cuenta otros criterios, como la rapidez o el riesgo de liquidación, que son factores que pueden existir cuando la transacción se ejecuta por un internalizador sistemático.

El artículo 45 señala que la obligación de mejor ejecución se aplica también a los gestores de cartera incluso aunque no haya instrucciones específicas de los clientes, así como a los gestores de IIC y a las empresas de inversión que transmiten órdenes. El último artículo sobre este punto de la Directiva 2 (art. 46) clarifica que las empresas de inversión deben revisar la política de mejor ejecución al menos una vez al año y quizá con mayor frecuencia si hay cambios sustantivos en el sistema financiero.

De todas formas, a pesar de todas estas precisiones y de las recomendaciones que se están planteado²², no se solucionan muchas de las ambigüedades del principio. Para empezar, incluso la medición de los costes de ejecución es controvertida, con lo cual el objetivo de conseguir los mejores costes puede ser difícil de aplicar. En algunos casos se consideran solo los costes de negociación, pero en otros se considera a la vez la ejecución temporal, especialmente en el caso de órdenes grandes. En cuanto a los costes de negociación también hay diferentes alternativas para su medición. Pueden usarse los precios o los *spreads* de compra-venta, a los que se pueden aplicar distintas correcciones para tener en cuenta los efectos de la propia transacción sobre el precio, o la asimetría de los costes de ejecución entre compradores y vendedores. Pero, además, hay que tener en cuenta que las transacciones muchas veces se ejecutan a mejores precios que los cotizados, lo que implica que atenerse a estos no garantiza una mejor ejecución.

Por otro lado, la aplicación del principio se complica cuando existen diferentes centros o mecanismos de negociación que compiten entre sí en diferentes características de la negociación. En esos casos resulta muy difícil discernir cuándo se ha logrado una ejecución óptima.

Una cuestión importante es que en muchas ocasiones las vías que pueden resultar en una mejor ejecución para un agente en particular pueden ser opuestas al objetivo de lograr la mejor ejecución en general para los mercados [véase Macey y O'Hara (1997)]. Así pueden existir prácticas de dirección automática o discrecional de órdenes hacia determinados centros, o mecanismos de negociación o de internalización de órdenes, que pueden lograr unos términos óptimos para los inversores particulares, pero pueden conllevar el efecto de empeorar la situación del mercado, por ejemplo reduciendo la liquidez. Vinculado con este argumento se encuentra el hecho de que algunos de esos mecanismos pueden utilizar la información producida en los mercados regulados y no soportar el coste de su difusión.

En resumen, el principio de mejor ejecución se ha incluido en la MiFID como mecanismo para que los inversores no se sientan desprotegidos ante la posible existencia de diversos mecanismos de negociación. Hay que señalar, no obstante, que la MiFID establece una obligación de medios pero, a la vez, señala una exigencia de resultados. Y mientras los primeros se pueden verificar, los segundos pueden ser difíciles de demostrar.

Es complicado tener certeza de que el resultado conseguido es el mejor posible, considerando la multiplicidad de factores que forman parte del vector de mejor ejecución, así como su diferencia según el tipo de inversor y el tipo de estrategia que persiga. La dificultad es aún mayor si coexisten diferentes mecanismos de ejecución que compiten entre sí con características diversas. Por lo tanto, la certificación de que se ha logrado la mejor ejecución es casi imposible.

Puede entenderse que la MiFID al menos evitará que los clientes sean tratados reiteradamente con condiciones «de peor ejecución». En este sentido, resulta importante la obligación de las empresas de inversión de hacer explícita la política que van a seguir para su logro, de explicársela a los inversores y de revisarla en caso de no producir los resultados deseados. Esta forma de plantear el objetivo de mejor ejecución implica que el enfoque es global para la empresa de inversión. Es decir, el énfasis se pone en la elección de los mecanismos de negociación que de antemano parezcan más adecuados según la priorización de las características que predominen en los inversores que tenga la empresa. Parece que las características espe-

22. CESR ha publicado un documento para consulta pública con recomendaciones sobre este tema: *Best execution under MiFID. Public consultation*, febrero de 2007.

ciales de cada uno de los inversores, según sus estrategias de inversión, se remiten al ámbito de los contratos privados.

Sin embargo, puede pensarse que uno de los logros del principio de mejor ejecución será estimular la competencia entre los distintos centros o mecanismos de negociación para demostrar que son los más baratos, eficientes, seguros, etc., y ser así candidatos a resultar elegidos por las empresas de inversión en su política expresa.

8 Conclusiones

La MiFID es una directiva de muy amplio alcance y compleja. Su propósito es ambicioso ya que, por una parte, pretende hacer plenamente efectiva la operativa transeuropea de las empresas de inversión con la autorización del país de origen. Pero, además, la MiFID introduce por vez primera un marco regulatorio para la ejecución de transacciones que pueden realizarse en mercados regulados, otros sistemas de negociación o por internalizadores sistemáticos. También la Directiva amplía las provisiones dirigidas a la protección del inversor, teniendo en cuenta que pueden emplear diferentes vías para ejecutar sus órdenes y acceder a los servicios de inversión ofrecidos por empresas localizadas en cualquier país de la Unión Europea. Los mecanismos de protección del inversor que contempla la Directiva se contienen en los pormenorizados requisitos de organización y comportamiento de las empresas de inversión, en el principio de mejor ejecución y en las normas de transparencia de los mecanismos de negociación.

Las medidas adoptadas pueden plantear cierta controversia desde puntos de vista tanto teórico como práctico. En primer lugar, hay que tener en cuenta que la ruptura de la regla de concentración y la competencia entre mecanismos de negociación pueden provocar una fragmentación de mercados, con efectos negativos sobre la liquidez y la formación de precios. La convivencia de diversos mecanismos de negociación puede ser temporal mientras se consolidan nuevos centros que atraigan el grueso de la liquidez, pero también puede estabilizarse ya que cada mecanismo puede responder a distintas necesidades de los inversores. La aplicación efectiva de las normas de transparencia pre y postnegociación se hacen imprescindibles para evitar que la multiplicidad de centros de negociación no se traduzca en segmentación de mercados. La difusión de información sobre precios, cantidades y otros términos de las órdenes y la capacidad de los agentes de negociar en los distintos centros son las condiciones que permitirán la formación de precios como si las órdenes constituyeran un solo *pool* de liquidez.

Por otra parte, la normativa ha tratado de que esta competencia entre centros de negociación no deteriore la calidad de los términos a los que se ejecutan las órdenes de los clientes para lo que ha establecido el principio de mejor ejecución. Este principio, como se ha señalado en el epígrafe anterior, es complejo de definir de forma teórica y difícil de comprobarse. No cabe duda de que todas estas medidas incluidas son difíciles de aplicar, tanto por parte de la industria como por parte de los reguladores.

Los objetivos de la MiFID son loables y es posible que el marco financiero europeo dentro de unos años muestre un grado de integración y competencia superior al actual. Es muy probable que se asista a cambios importantes en la estructura de la industria motivados por presiones competitivas derivadas de nuevas oportunidades de negocio y de incremento de costes derivados de los requisitos regulatorios.

De hecho, los estudios existentes sobre costes y beneficios señalan que las estimaciones sobre los beneficios pueden ser dudosas y que no se espera que se produzcan beneficios a corto plazo [véase FSA (2006)]. En cambio, hay mayor certidumbre sobre los costes que,

además, se producirán de forma inmediata. Los mayores costes provendrían de las exigencias de la mejor ejecución, de la categorización de clientes, de las necesidades de modificar sistemas y controles y de los requisitos de información de las empresas de inversión.

En cuanto a los beneficios directos no parecen ser muy importantes, ya que las empresas de inversión que lo han deseado ya están operando en base transeuropea. Pueden señalarse, como beneficios marginales, los menores costes de obtener y mantener la autorización. Por otra parte, la MiFID abre la posibilidad de nuevos negocios tales como la profesionalización del asesoramiento o la explotación del valor económico de la publicación de datos de los mercados.

Los beneficios derivados del mejor funcionamiento de los mercados o de la mejor formación de precios, debidos a los requisitos de transparencia y de mejor ejecución, se percibirán a medio plazo. El regulador financiero británico *Financial Services Authority*, FSA, considera que la MiFID puede tener un efecto positivo sobre la integración de los mercados en servicios financieros mayoristas, pero que el avance dependerá de que se produzcan otros efectos que no deben ser atribuidos exclusivamente a la MiFID, tales como que se estimulen la innovación, consolidación, modificación de la compensación y liquidación, etc.

La conclusión es que puede considerarse que el marco que establece la MiFID es adecuado para contribuir a la integración de los mercados, pero que hay otros factores que son también necesarios. Además, la amplitud y complejidad de la Directiva hacen sospechar que será difícil su adopción por parte de la industria y su exigencia por parte de los reguladores y que su aplicación efectiva tardará un cierto tiempo. También cabe señalar que el grado de detalle incluido en la Directiva y su largo proceso de elaboración no parecen ser consistentes con el espíritu del proceso Lamfalussy y que no sería de extrañar que se descubriera la necesidad de modificar ciertas debilidades de la Directiva antes de que haya podido ser aplicada de forma efectiva y con generalidad.

BIBLIOGRAFÍA

- ARNOLD, T., P. J. HERSCH, H. MULHERIN y J. NETTER (1999). «Merging Markets», *Journal of Finance*, 54 (3), pp. 1083-1107.
- BARUCH (2004). «Information in Securities Markets: Kyle Meets Glosten and Milgrom», *Econometrica*, vol. 72, pp. 433-465.
- BATTALIO, R., J. GREEN y R. JENNINGS (1997). «Do competing specialists and preferencing dealers affect market quality?», *Review of Financial Studies*, 10 (1), pp. 969-993.
- BATTALIO, R., B. HATCH y R. JENNINGS (2003). «All else equal? A multidimensional analysis of retail, market order execution quality», *Journal of Financial Markets*, 6 (2), pp. 143-162.
- BATTALIO, R., y C. HOLDEN (2001). «A simple model of payment for order flow, internalization and total trading costs», *Journal of Financial Markets*, 4 (1), pp. 33-71.
- BIAIS, B., D. MARTIMORT y J. C. ROCHET (2000). «Competing Mechanisms in a Common Value Environment», *Econometrica*, vol. 68 (4), pp. 799-837.
- BLOOMFIELD, R., y M. O'HARA (2000). «Can Transparent Markets Survive?», *Journal of Financial Economics*, 55 (3), pp. 425-459.
- (1999). «Market transparency. Who wins and who losses?», *The Review of Financial Studies*, primavera, vol. 12, n.º 1, pp. 5-35.
- BLUME, M., y M. GOLDSTEIN (1997). «Quotes, order flow and price discovery», *Journal of Finance*, 52 (1), pp. 231-244.
- BOEHMER, E., G. SAAR y L. YU (2005). «Lifting the veil: an analysis of the pre-trade transparency at the NYSE», *Journal of Finance*, 60 (2), pp. 783-815.
- CHARKAVARTY, S., y A. SARKAR (2002). «A model of broker's trading, with applications to order flow internalization», *Review of Financial Economics* 11, pp.19-36.
- CHEN, M., K. C. ROBIN y S. GANG (2002). *An Empirical Investigation of ECNs and the Dealer Market: Order Imbalances and Spread Patterns*, Working Paper Department of Finance, National Central University, Taiwán.
- CHOWDHRY, B., y V. NANDA (1991). «Multimarket trading and market liquidity», *Review of Financial Studies*, 4, pp. 483-511.
- DAVIES, R., A. DUFOUR y B. SCOTT-QUINN (2006). «The MiFID: competition in a new European equity market regulatory structure», en G. Ferrarini y E. Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, diciembre.

- DAVIS, J., y L. LIGHTFOOT (1998). «Fragmentation versus consolidation of securities trading: evidence from the operation rule 19c-3», *Journal of Law and Economics*, 41, pp. 209-238.
- EASLEY, D., K. KIEFER y M. O'HARA (1996). «Cream-skimming or profit sharing? The curious role of purchased order flow», *Journal of Finance*, 51 (3), pp. 811-833.
- FERRARINI, G., y F. RECINE (2006). «The MiFID and Internalisation», en G. Ferrarini y E. Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, diciembre.
- FLOOD, M. D., R. HUISMAN, K. G. KOEDIJ y R. MAHIEU (1997). *Post-trade transparency in multiple dealer financial markets*, LIFE Working paper.
- (1999). «Quote disclosure and price discovery in multiple dealer financial markets», *Review of Financial Studies*, 12.
- FOCAULT, T., y C. PARLOUR (2004). «Competition for Listings», *The Rand Journal of Economics*, 35 (2), pp. 329-355.
- FSA (2006). *The overall impact of MiFID*, noviembre.
- GIRAUD, J. R., y C. D'HONDT (2006). *MiFID: Convergence towards a unified European capital industry*, Risk Books, Inclusive Financial Publishing.
- HAMILTON, J. L. (1979). «Market Place Fragmentation, Competition, and the Efficiency of the Stock Exchange», *Journal of Finance*, 34, pp. 171-187.
- HARRIS, L. (1995). «Consolidation, fragmentation, segmentation and regulation», en Robert Schwartz (ed.), *Global Equity Markets: Technological, Competitive and Regulatory Challenges*, Irving Publishing, Nueva York.
- HUANG, R. (2002). «The quality of ECN and Nasdaq market maker quotes», *Journal of Finance*, 57 (3), pp. 1285-1319.
- KÖNDGEN, J., y E. THEISSEN (2006). «Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection», en G. Ferrarini, y E. Wymeersch (eds.), *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, diciembre.
- LUCA, L. (2006). *Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework*, Working paper, University of Bologna and ECGI.
- MACEY, J. R., y M. O'HARA (1997). «The Law and Economics of Best Execution», *Journal of Financial Intermediation*, 6, 3, pp.188-223.
- MADHAVAN, A. (1995). «Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information», *Review of Financial Studies*, 8 (3), pp. 579-603.
- (1996). «Security Prices and Market Transparency», *Journal of Financial Intermediation*, 5 (3), pp. 255-283.
- MADHAVAN, A., D. PORTER y D. WEAVER (2005). «Should Securities Markets be Transparent?», *Journal of Financial Markets*, 8 (3), pp. 265-287.
- MENDELSON, H. (1987). «Consolidation, fragmentation and market performance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22 (2), pp. 189-208.
- PAGANO, M. (1989a). «Trading Volume and Asset Liquidity», *The Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 255-276.
- (1989b). «Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility», *The Review of Economic Studies*, 56 (2), pp. 269-287.
- PAGANO, M., y A. RÖELL (1996). «Transparency and Liquidity: a Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading», *The Journal of Finance*, 51 (2), pp. 579-612.
- SABATINI, G., e I. TAROLA (2002). «Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literatures and Current Regulation in Italy», *Quaderni di Finanza*, n.º 50, CONSOB.
- SCALIA, A., y V. VACCA (1999). *Does market transparency matter? A case study*, Discussion paper n.º 359, Banca d'Italia.

ANEJO 1

MiFID: Índice

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.

TÍTULO I ÁMBITO DE APLICACIÓN Y DEFINICIONES

- Artículo 1 Ámbito de aplicación
- Artículo 2 Excepciones
- Artículo 3 Excepciones facultativas
- Artículo 4 Definiciones

TÍTULO II CONDICIONES DE AUTORIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN

Capítulo I Condiciones y procedimientos de autorización

- Artículo 5 Obligatoriedad de la autorización
- Artículo 6 Alcance de la autorización
- Artículo 7 Procedimientos para conceder y denegar solicitudes de autorización
- Artículo 8 Revocación de la autorización
- Artículo 9 Personas que efectivamente dirigen las actividades
- Artículo 10 Accionistas y socios con participaciones cualificadas
- Artículo 11 Adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizados
- Artículo 12 Dotación de capital inicial
- Artículo 13 Requisitos de organización
- Artículo 14 Proceso de negociación y conclusión de operaciones en un SMN
- Artículo 15 Relaciones con terceros países

Capítulo II Condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión

Sección 1 Disposiciones generales

- Artículo 16 Revisión periódica de las condiciones de la autorización inicial
- Artículo 17 Obligaciones generales de supervisión continua
- Artículo 18 Conflictos de intereses

Sección 2 Disposiciones para garantizar la protección del inversor

- Artículo 19 Normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes
- Artículo 20 Prestación de servicios por medio de otra empresa de inversión
- Artículo 21 Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente
- Artículo 22 Normas de gestión de órdenes de clientes
- Artículo 23 Obligaciones de las empresas de inversión que designan agentes vinculados
- Artículo 24 Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles.

Sección 3 Transparencia e integridad del mercado

- Artículo 25 Obligación de preservar la integridad del mercado, de declarar las operaciones y de llevar un registro
- Artículo 26 Supervisión del cumplimiento de las normas de los SMN y de otras obligaciones legales
- Artículo 27 Obligación de las empresas de inversión de hacer públicas las cotizaciones en firme
- Artículo 28 Transparencia postnegociación de las empresas de inversión
- Artículo 29 Requisitos de transparencia prenegociación para los SMN
- Artículo 30 Obligaciones de transparencia postnegociación para los SMN

Capítulo III Derechos de las empresas de inversión

- Artículo 31 Libre prestación de servicios y actividades de inversión
- Artículo 32 Establecimiento de una sucursal
- Artículo 33 Acceso a los mercados regulados
- Artículo 34 Acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación y derecho a designar un sistema de liquidación
- Artículo 35 Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación con relación a los SMN

TÍTULO III MERCADOS REGULADOS

- Artículo 36 Autorización y legislación aplicable
- Artículo 37 Requisitos para la gestión del mercado regulado
- Artículo 38 Requisitos relativos a las personas que ejercen una influencia significativa en la gestión del mercado regulado
- Artículo 39 Requisitos de organización
- Artículo 40 Admisión de instrumentos financieros a negociación
- Artículo 41 Suspensión y exclusión de instrumentos de la negociación
- Artículo 42 Acceso al mercado regulado
- Artículo 43 Supervisión del cumplimiento de las normas del mercado regulado y de otras obligaciones legales
- Artículo 44 Requisitos de transparencia prenegociación aplicables a los mercados regulados
- Artículo 45 Requisitos de transparencia postnegociación aplicables a los mercados regulados
- Artículo 46 Disposiciones relativas a los acuerdos de contrapartida central y de compensación y liquidación
- Artículo 47 Lista de mercados regulados

TÍTULO IV AUTORIDADES COMPETENTES

Capítulo I Designación, facultades y vías de recurso

- Artículo 48 Designación de las autoridades competentes
- Artículo 49 Cooperación entre autoridades de un mismo Estado miembro
- Artículo 50 Facultades de que deben disponer las autoridades competentes
- Artículo 51 Sanciones administrativas
- Artículo 52 Derecho de recurso
- Artículo 53 Mecanismo extrajudicial para las reclamaciones de los inversores
- Artículo 54 Secreto profesional
- Artículo 55 Relaciones con los auditores

Capítulo II Cooperación entre las autoridades competentes de distintos Estados miembros

- Artículo 56 Obligación de cooperar
- Artículo 57 Cooperación en las actividades de supervisión, las verificaciones in situ o las investigaciones
- Artículo 58 Intercambio de información
- Artículo 59 Negativa a cooperar
- Artículo 60 Consulta entre autoridades antes de la concesión de la autorización
- Artículo 61 Facultades de los Estados miembros de acogida
- Artículo 62 Medidas preventivas que han de adoptar los Estados miembros de acogida

Capítulo III Cooperación con terceros países

- Artículo 63 Intercambio de información con terceros países

TÍTULO V DISPOSICIONES FINALES

- Artículo 64 Comitología
- Artículo 65 Informes y revisión
- Artículo 66 Modificación de la Directiva 85/611/CEE
- Artículo 67 Modificación de la Directiva 93/6/CEE
- Artículo 68 Modificación de la Directiva 2000/12/CE
- Artículo 69 Derogación de la Directiva 93/22/CEE
- Artículo 70 Incorporación al Derecho nacional
- Artículo 71 Disposiciones transitorias
- Artículo 72 Entrada en vigor
- Artículo 73 Destinatarios

Anexo I Lista de servicios, actividades e instrumentos financieros

- Sección A Servicios y actividades de inversión
- Sección B Servicios auxiliares
- Sección C Instrumentos financieros

Anexo II Clientes profesionales a los efectos de la presente Directiva

ANEJO 2

MiFID: Correspondencia entre regulación de nivel 1 y de nivel 2

NIVEL 1		NIVEL 2	
DIRECTIVA		DIRECTIVA	REGLAMENTO
Art. 8	Renovación de autorización	Art. 16	
Art. 13	Requisitos de organización	Referencia párrafo 2-8. Art. 5. Referencia párrafo 2. Art. 6. Referencia párrafo 5.2. Arts. 7-8. Referencia párrafo 2. Art. 9. Referencia párrafo 2. Arts. 10, 11, 12. Referencia párrafo 5.1. Arts. 13, 14, 15. Referencia párrafo 7. Arts. 16, 17, 19. Referencia párrafo 8. Art. 18. Referencia párrafo 7-8. Art. 20. Referencia párrafo 3. Arts. 21, 22, 25. Referencia párrafo 6. Arts. 23, 51	Referencia párrafo 6. Arts. 6, 7.
Art. 18	Conflictos de interés	Referencia párrafo 1. Arts. 21, 22.	
Art. 19	Normas de conducta para prestación de servicios de inversión a clientes	Referencia párrafo 2. Arts. 24, 27, 34. Referencia párrafo 1. Arts. 26, 44, 45 Referencia párrafo 3. Arts. 28, 29. Referencia párrafo 1. Art. 30. Referencia párrafo 1. Arts. 31, 32. Referencia párrafo 3.4. Arts. 33, 34. Referencia párrafo 2-3. Art. 35. Referencia párrafo 4-5. Arts. 36, 37. Referencia párrafo 6.1. Art. 39. Referencia párrafo 8. Arts. 40, 41, 42, 43.	
Art. 21	Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para los clientes	Referencia párrafo 1. Art. 44. Referencia párrafo 3-4. Art. 46.	
Art. 22	Normas de gestión de órdenes de clientes	Referencia párrafo 1. Arts. 47, 48, 49.	Referencia párrafo 2. Art. 30. Referencia párrafo 2. Art. 31.
Art. 24	Operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles	Referencia párrafo 3. Art. 50.	
Art. 25	Obligación de preservar la integridad del mercado, de declarar las operaciones y llevar un registro		Referencia párrafo 3. Arts. 8, 9, 10. Referencia párrafo 5. Art. 11. Referencia párrafo 3 y 5. Arts. 12, 13.
Art. 27	Operaciones de las empresas de inversión de hacer públicas cotizaciones en firme		Referencia párrafo 1.5. Art. 19. Art. 21, 28, 31, 32, 33. Referencia párrafo 2.4. Art. 22. Referencia párrafo 1. Art. 23. Referencia párrafo 3.5 y 6. Art. 24. Referencia párrafo 3.4. Art. 25. Referencia párrafo 3. Art. 28.
Art. 28	Transparencia postnegociación de las empresas de inversión		Referencia párrafo 3 y 5. Arts. 26, 27, 28, 31, 32, 33.
Art. 29	Transparencia prenegociación para MTF		Arts. 16, 28, 31, 32, 33. Referencia párrafo 2. Arts. 17, 18, 19. Referencia párrafo 1. Art. 28.
Art. 30	Transparencia postnegociación para MTF		Arts. 26, 27, 28, 31, 32, 33.
Art. 40	Admisión a negociación de instrumentos financieros		Referencia párrafo 1. Art. 35. Referencia párrafo 1. Art. 36. Referencia párrafo 1 y 2. Art. 37.
Art. 44	Requisitos de transparencia prenegociación para mercados regulados		Arts. 16, 28, 31, 32, 33. Referencia párrafo 2. Arts. 17, 18, 19. Referencia párrafo 1. Art. 28.
Art. 45	Requisitos de transparencia prenegociación para mercados regulados		Arts. 26, 27, 28, 31, 32, 33.
Art. 56	Obligación de cooperar		Referencia párrafo 2. Art. 15.
Art. 58	Intercambio de información		Referencia párrafo 3. Art. 9.
Art. 59	Negativa a cooperar		Referencia párrafo 1. Art. 14.