

**La Directiva de Mercados, Intermediarios e Instrumentos Financieros
(MIFID)**

Notas de la Intervención de Carlos Arenillas

Vicepresidente CNMV

Bolsa de Barcelona, 29 junio 2005

Saludos/Buenos días

Antes que nada quisiera agradecer a la Bolsa de Barcelona- y en especial a su presidente Joan Hortalà - la organización de esta jornada, así como a todos ustedes su presencia en este acto. Esta es una de las cuatro jornadas que la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la colaboración de Bolsas y Mercados Españoles, ha estado realizando en las distintas plazas bursátiles. Se han hecho presentaciones en la Bolsa de Madrid y en la Bolsa de Valencia, ayer tuvo lugar la presentación en la Bolsa de Bilbao, y hoy tengo el placer de estar aquí con ustedes en Barcelona. Soy un firme convencido de que la transparencia y la difusión de las políticas públicas ayuda a todos, y esta tarea de presentación y difusión de la MIFID es una muestra de ello.

El objetivo de este, permítanme que lo califique de *"road show"*, es difundir los principios esenciales de la nueva Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros y, así, empezar a familiarizarnos con los cambios que su próxima transposición a la normativa española va a suponer para los agentes que intervienen en los mercados, incluida la propia CNMV. Queremos iniciar un proceso de difusión y diálogo con todos los agentes que se verán afectados por la nueva directiva europea. ***La MIFID es una directiva muy amplia, ambiciosa y con cierto grado de complejidad en***

algunos temas, por lo que es esencial agilizar al máximo el proceso de conocimiento y adaptación a la misma.

Antes de entrar a comentar las novedades de la MIFID, permítanme contextualizar la Directiva dentro del proceso de integración europeo.

Como saben ustedes, el proceso de globalización de las economías cobra especial relevancia en los países de la Unión Europea, ya que la integración de sus mercados financieros debe acompañarse además de un esfuerzo en la armonización de las distintas normativas nacionales, una de las prioridades esenciales de la UE. Este esfuerzo no es baladí, ya que las regulaciones nacionales suelen estar determinadas desde una perspectiva de mercados internos y desde un punto de vista, por tanto, más aislado, que comporta, en ocasiones, que el proceso de armonización no sea una tarea sencilla.

No obstante, los beneficios de la integración son muchos y conocidos por todos:

- se facilita el acceso de inversores extranjeros a los mercados locales, lo que permite financiar nuevos proyectos y reducir los costes de financiación para las empresas,
- se amplían las posibilidades de inversión, mejorando la distribución y la diversificación del riesgo,
- Y en definitiva se aumenta la competencia, lo que mejora la eficiencia del sistema y la de los integrantes del mismo, redundando al final en beneficio del inversor y de la economía en su conjunto.

Para ilustrar estas afirmaciones permítanme recordarles que existen estimaciones que cifran el beneficio de un incremento adicional de la integración financiera en Europa en un 1 punto de crecimiento del PIB real.

La MIFID es una de las medidas estrella (“el plato fuerte” como mencionó el Presidente de la CNMV), establecidas dentro del Plan de Acción en materia de Servicios Financieros (PASF) que se inició en 1999, con el objetivo de crear un marco normativo común para los mercados financieros de la UE. El Plan se ha desarrollado desde 2001 siguiendo las recomendaciones del denominado “Informe Lamfalussy”, con el objetivo de diseñar, precisamente, un método de regulación que acelerase todo el proceso legislativo en la Unión Europea. Hoy en día, prácticamente la totalidad del Plan se ha llevado ya a cabo y se está trabajando, sobre todo, en el desarrollo de la normativa de nivel 2. De todo ello les darán cuenta a lo largo de la presentación esta mañana los técnicos de la CNMV.

Pero todo proceso de integración debe considerar también los cambios y desarrollos que se producen en los mercados. ***Un sector financiero integrado es clave para poder gozar de un área económica común dinámica y competitiva, pero también es necesario que al armonizar la normativa se consideren las continuas innovaciones que se producen en los mercados.*** El aumento del número de inversores, la proliferación de una gama cada vez más compleja de servicios de inversión, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros son sólo algunos ejemplos que aconsejan ampliar el marco jurídico para que se recoja toda la gama de actividades al servicio del inversor. La MIFID lo intenta, sustituyendo la vigente DSI.

Así, por ejemplo, dado que ***los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas, es conveniente también incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios sujetos a autorización.***

Por todo lo expuesto, la MIFID está destinada a reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados con los objetivos de:

- ofrecer a los inversores un alto nivel de protección asegurando el buen funcionamiento de los mercados,
- fomentar la equidad, transparencia y eficacia de los mercados al permitir que las empresas de inversión presten servicios en todos los países miembros de la Unión Europea (mayor competencia y menores distorsiones),
- Y promover el entendimiento y la cooperación entre las autoridades competentes en la interpretación y aplicación de las normas de conducta.

Así mismo, ***la MIFID también hace especial hincapié en evitar situaciones de conflictos de interés, ya que la creciente gama de actividades que muchas empresas de inversión realizan simultáneamente también ha incrementado la posibilidad de que surjan situaciones de conflicto que pudieran perjudicar los intereses de los clientes.***

El tiempo del que se dispone para la transposición de la directiva a la normativa europea es limitado. Tras la publicación de la MIFID, en abril de 2004, se acordó que los estados miembros disponían de 24 meses para adoptar las disposiciones legales reglamentarias y administrativas necesarias. De este modo, si los

plazos se mantuviesen, la MIFID sustituiría en apenas unos meses, en abril de 2006, la anterior Directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, la antigua DSI.

No obstante, dada la complejidad y amplitud de la MIFID, como los elevados esfuerzos necesarios para poder desarrollar el marco normativo necesario para su transposición, la CE ha solicitado una prórroga de doce meses (6+6 meses) para su transposición en los distintos estados miembros. Prórroga que, si se concede, y todo indica que así va a ser, nos daría margen tanto a las autoridades nacionales (octubre 2006) como a los agentes del mercado (hasta abril de 2007). ***Margen que, como verán por todos los cambios que introduce, hay que aprovecharlo desde el principio.***

Dicho esto y de forma muy breve, dado que a continuación se entrará en el detalle de las principales implicaciones que supone la MIFID, quisiera aprovechar los minutos que me quedan para enunciar las tres grandes cuestiones que quisiera destacar de esta nueva Directiva:

1. Pasaporte único

En primer lugar, y tal y como ya he mencionado, es importante recalcar el concepto de "pasaporte único" que permite a las empresas de inversión ofrecer sus servicios en todo el territorio de la UE conforme únicamente a la licencia otorgada en el país de origen. Se establece así el principio de país de origen, no sólo en materia de autorización, sino también a efectos de supervisión y control. Dado que las condiciones de concesión de la licencia serán las mismas en todos los estados miembros, ésta actuará a favor de un mercado competitivo y eficiente, con un único marco regulador.

2. Normas de conducta

En segundo lugar, una de las principales características de la MIFID, y sobre la que quisiera hacer especial hincapié como miembro del organismo supervisor de los mercados de valores, es que se **refuerzan considerablemente las normas de conducta aplicables a los procesos de comercialización. Recordemos que la MIFID se aplica tanto a las ESIS como a los bancos y cajas, en la medida en que prestan servicios de inversión.**

Ello se realiza desde distintos frentes que explicarán con detalle en las siguientes presentaciones. Por ello, me voy a limitar sólo a numerarlos.

2.1. Tipología de clientes

Por un lado, se establecen distintas categorías de tipos de clientes. Así, existen los inversores particulares, los profesionales y las contrapartes elegibles, de modo que se determina el grado de protección necesaria en función del tipo de cliente.

Por ejemplo, a los clientes profesionales se les presupone mayor capacidad de negociación de condiciones, de comprensión de los riesgos y, en caso necesario, de asesoramiento y de búsqueda de protección (estamos hablando básicamente de entidades reguladas, inversores institucionales y grandes empresas, o incluso otras personas físicas o jurídicas que así lo soliciten y lo acrediten). Por ello el grado de protección es menor que el que se aplica a los inversores particulares.

Las contrapartes elegibles, por su parte, son un subconjunto de los clientes profesionales con máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera, que no requieren de protección alguna por parte del organismo supervisor.

2.2. Principios de conducta

Por otro lado, la MIFID no sólo dota de protección al “cliente”, sino que en algunos casos amplía la protección al “cliente potencial” introduciendo este concepto para abarcar, por ejemplo, obligaciones de calidad en las comunicaciones comerciales o campañas publicitarias.

En este sentido, la Directiva establece una serie de principios sobre materias concretas que se han considerado relevantes para la protección al inversor:

- transparencia frente a los clientes;
- y profesionalidad, lealtad e imparcialidad de las entidades en el desarrollo de sus actividades.

En concreto, las normas tratan los siguientes aspectos:

- Calidad de la información:
- Idoneidad del servicio o producto ofrecido a clientes:
- Adecuada gestión de las órdenes de clientes
- Principio de mejor ejecución
- Y gestión y publicidad de los conflictos de interés:

3. Arquitectura de los mercados

En tercer y último lugar, otro de los aspectos que quisiera destacar de la MIFID son las novedades planteadas en el entorno de la negociación, aunque en este caso muchas no son tanta novedad para el sistema español.

La MIFID contempla la existencia de tres sistemas de negociación distintos que compiten entre sí: los Mercados Regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Internalizadores Sistemáticos.

Las dos nuevas figuras de contratación, los SMNs y los internalizadores sistemáticos no son completamente ajenos a nuestra jurisdicción. La existencia de SMNs es un fenómeno conocido en nuestro mercado, especialmente en el ámbito de la Renta Fija.

Sólo recordar que en los mercados españoles se han desarrollado dos plataformas electrónicas de negociación de renta fija bajo la forma de SONS: el mercado SENAF y MTS España. Además, existe un SON que se articula como un segmento del SIBE denominado Latibex, que es el único mercado internacional sólo para valores latinoamericanos que cotizan en euros a través del SIBE.

En cuanto a la internalización de operaciones, cabe decir que también se trata de un fenómeno común en el ámbito de la renta fija.

No obstante, sí que es esencial señalar que el entorno de negociación fragmentado con diversos sistemas de contratación que compiten entre sí, sí que supone un cambio importante en el panorama de la contratación de la renta variable en nuestro país (y en muchos otros que, como España han seguido un modelo electrónico centralizado regido por el principio de concentración de órdenes) y requerirá un importante esfuerzo de adaptación no sólo para los sistemas de contratación y los participantes en los mismos sino también, y de manera muy significativa, para las Autoridades Reguladoras.

Entre los grandes retos que la MIFID nos plantea como organismos supervisor se encuentra el lograr un entorno de negociación armonizado en toda Europa que evite tanto el arbitraje regulatorio entre jurisdicciones como las asimetrías entre los sistemas de contratación. Ello siempre garantizando la integridad de los mercados y, sobre todo, velando por una adecuada protección de los inversores.

Finalmente, y antes de dar la palabra a Antonio Carrascosa, Director General de Entidades y Supervisión de la CNMV y al resto del equipo de la CNMV que se ha desplazado hoy aquí, no quisiera terminar sin recordar que los técnicos de la CNMV han trabajado durante mucho tiempo, no solo en preparar esta presentación, sino en largas sesiones de negociación en la UE en los diferentes foros sobre la MIFID. La participación de la CNMV ha sido realmente muy activa e incluso los representantes de la CNMV han sido redactores de varios mandatos, algunos muy significativos, como los referidos a requisitos organizativos, normas de conducta, conflictos de interés o principio de mejor ejecución.

Como conclusión, sólo quisiera añadir que, en el fondo, la MIFID refuerza los tres pilares sobre los que se viene desarrollando la estrategia establecida por la CNMV, esto es, *mejora de la competitividad de los mercados, fomento de la transparencia y mejora de la protección del inversor. La nueva Directiva refuerza estos grandes objetivos y los extiende y armoniza a nivel europeo.*

Como todos los cambios, la nueva normativa supone un reto importante, y a la vez una oportunidad para avanzar en la integración europea y mejorar la competitividad. **Es un esfuerzo que nos afecta a todos, a las ESIS, especialmente bancos y cajas,**

que juegan un papel clave en la comercialización de valores a través de su red comercial, al conjunto de los mercados, y también a la propia CNMV.

Pero los retos son también oportunidades; estoy convencido que entre todos, emisores, intermediarios, inversores y supervisores, seremos capaces de lograr que la aplicación de esta nueva y ambiciosa directiva europea, un auténtico reto, será además una oportunidad para que nuestros mercados de valores y sus participantes alcancen niveles superiores de eficiencia.

Como decían los economistas Brennan y Buchanan,

“Los buenos juegos dependen más de las buenas reglas
que de los buenos jugadores”

Muchas gracias... y cedo la palabra a Antonio Carrascosa...