

Información consolidada de las operaciones sobre instrumentos financieros en la UE. A propósito de las propuestas de reforma de MIFIR y MIFID 2

Elena F. Pérez Carrillo

Universidad de León

eperc@unileon.es

ORCID: 0000-0003-4514-5396



Recepción: enero 2022

Aceptación: enero 2022

Publicación: enero 2022

Cita recomendada: PÉREZ CARRILLO, E. (2022). "Información consolidada de las operaciones sobre instrumentos financieros en la UE. A propósito de las Propuestas de reforma de MIFIR y MIFID 2". *Quaderns IEE: Revista de l'Institut d'Estudis Europeus*, 1 (1), 27-52. – DOI « <https://doi.org/10.5565/rev/quadernsieve.21> »

Resumen

La negociación de mercados de instrumentos financieros en mercados, propiamente dichos, o en el seno de entidades financieras especializadas, constituye un conjunto de mecanismos adecuados para atraer inversión a las empresas que necesitan financiarse. Uno de los retos de la Unión Europea (UE) para fortalecer los mercados de capitales y financieros, pasa por mejorar el funcionamiento de los centros de negociación y su transparencia. Con ese objetivo, la Comisión Europea ha propuesto reformas en MIFIR y MIFID 2 que incluyen, de forma principal, el fomento de la consolidación de flujos de datos de mercados de toda la UE, relativos a distintos instrumentos financieros y su puesta a disposición de la comunidad inversora. Aquí se analiza el panorama relativo a la consolidación de datos de mercados para su transformación en información relevante, el régimen vigente en la UE y las modificaciones proyectadas por la Comisión. Se aporta una visión crítica sobre la conveniencia y adecuación de las propuestas de reforma.

Palabras clave: MIFIR; MIFID 2; Mercados regulados; Mercados financieros; Unión Europea; Registro consolidado.

Abstract. *Consolidated information on financial instruments transactions in the EU. Regarding the MIFIR and MIFID 2 reform proposals*

The trading of financial instruments in markets, either in exchanges themselves or within specialised financial institutions, constitutes an appropriate set of mechanisms for attracting investment to companies in need of financing. One of the challenges facing the European Union (EU) in strengthening capital and financial markets is to improve the functioning and transparency of trading venues. To this end, the European Commission has proposed reforms to MiFIR and MiFID 2, that include primarily promoting the consolidation of data flows from markets across the EU for different financial instruments and making them available to the investment community. This paper analyses the landscape for the consolidation of market data into relevant information, the existing EU regime and the Commission's planned amendments. It provides a critical view on the suitability and adequacy of the reform proposals.

Keywords: MIFIR; MIFID 2; Regulated markets; Financial markets; European Union; Consolidated tape.

Resum. *Informació consolidada de les operacions sobre instruments financers a la UE. A propòsit de les propostes de reforma de MIFIR i MIFID 2*

La negociació de mercats d'instruments financers en mercats pròpiament dits, o en el si d'entitats financeres especialitzades, constitueix un conjunt de mecanismes adequats per atraure inversió a les empreses que necessiten finançar-se. Un dels reptes de la Unió Europea (UE) per enfortir els mercats de capitals i financers passa per millorar el funcionament dels centres de negociació i la seva transparència. Amb aquest objectiu, la Comissió Europea ha proposat reformes a MIFIR i MIFID 2 que inclouen, de forma principal, el foment de la consolidació de fluxos de dades de mercats de tota la UE, relatius a diferents instruments financers i la seva posada a disposició de la comunitat inversora. Aquí s'analitza el panorama relatiu a la consolidació de dades de mercats per transformar-les en informació rellevant, el règim vigent a la UE i les modificacions projectades per la Comissió. S'aporta una visió crítica sobre la conveniència i l'adequació de les propostes de reforma.

Paraules clau: MIFIR; MIFID 2; Mercats regulats; Mercats financers; Unió Europea; Consolidated tape.

Sumario

1. Información y transparencia en los centros de negociación de instrumentos financieros. Panorama en la Unión Europea
2. Carencias informativas en los mercados de instrumentos financieros de la Unión Europea
3. Propuestas de reformas del legislador europeo para un mercado de datos consolidados
4. Reflexiones al cierre

Financiación

Bibliografía

Legislación y documentos oficiales

1. INFORMACIÓN Y TRANSPARENCIA EN LOS CENTROS DE NEGOCIACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS. PANORAMA EN LA UNIÓN EUROPEA

La actividad económica del sector privado se nutre de la captación de factores productivos, que se organizan en el seno de la empresa, para generar resultados en términos de productos y servicios que se ponen en circulación en el mercado. Buena parte del *input* necesario para esta actividad procede del ahorro e inversión para financiar los proyectos empresariales y para su desarrollo. Y, a tales efectos de atracción (y de distribución) de recursos, los mercados y proveedores de servicios financieros desarrollan una función fundamental. Cabe precisar que los servicios financieros, en un sentido amplio, abarcan un conjunto amplio de centros de intercambio, e incluso de entidades y empresas de inversión, bancarios, de crédito, de pago y de aseguramiento (artículo 2-b Directiva 2002/65/CE)¹. Si bien, a los efectos de estas páginas, vamos a referirnos a los mercados financieros en un sentido más puro o restringido en alusión, por una parte a los centros de negociación (*trading venues*) en los que se vinculan ofertas y demandas para la inversión; y por otra a otros emplazamientos distintos de los anteriores, en los que se realizan operaciones sobre instrumentos financieros de modo interno, es decir en el seno de una empresa de inversión (ESI, en adelante). A los efectos de estas definiciones, consúltese el art 4 apartado 1 de la Directiva 2014/65/UE (MIFID 2)², en especial los párrafos 1,19,20,21, 22, 23, 24; y el artículo 2 del Reglamento (UE) n° 600/2014³ (MIFIR).

¹ Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, y por la que se modifican la Directiva 90/619/CEE del Consejo y las Directivas 97/7/CE y 98/27/CE.

² Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

³ Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012.

La tradición histórica europea muestra una gran dependencia de la empresa respecto de la banca que ha operado como inversora directa o, especialmente en las últimas décadas, como proveedora de crédito. En cambio, nos encontramos en Europa ante el gran reto de mejorar el nivel y profundidad de desarrollo de nuestros mercados financieros de instrumentos de inversión: centros de negociación de valores, de deuda, de contratos derivados y de otros instrumentos. En estos, se vincula la oferta y la demanda de instrumentos de capital o *equity* (como acciones, fondos cotizados, entre otros); y de vehículos distintos o *non equity* (como derechos de emisión, derivados, bonos o titulizaciones) con el objetivo de que los inversores alcancen la rentabilidad deseada, y de que, en último término, la liquidez alcance al tejido productivo. Para avanzar en el objetivo de fortalecer los mercados sobre instrumentos financieros, debe tenerse en cuenta que, frente a las técnicas de análisis y selección de inversiones propias del sector bancario clásico; en los centros de negociación y ESI en los que se realizan operaciones, predominan mecanismos cuyo funcionamiento exigen el acceso a datos de calidad, armonizados y contextualizados para poder ser objeto de análisis por parte de los inversores y de sus intermediarios. La armonización implica que los datos se recopilan respondiendo a unos mismos criterios. La consolidación supone y se basa en el tratamiento de datos, en su clasificación por categorías y conforme a etiquetas, por ejemplo, sobre el nivel de precio de venta o de cotización de determinadas acciones en distintos mercados nacionales. La consolidación de datos de mercado es un tipo de tratamiento realizado para ofrecer una visión real de los simples datos que adquieren valor informativo útil para sustentar la adopción de decisiones por parte de los inversores y de sus agentes.

La consolidación de datos procedentes de distintos centros de negociación se realiza mediante un conjunto de tratamientos que incluyen la recopilación, la integración y la posterior publicación; y son fundamentales para que el entorno inversor pueda tener una visión cuantitativa y cualitativa lo más completas posible sobre las operaciones que tienen lugar en los distintos centros de negociación. La consolidación contribuye a la transparencia de los mercados, pues facilita la comprensión del entorno de las ofertas y demandas de instrumentos que se negocian en los centros de operaciones. Además, una buena consolidación es útil para la adopción de decisiones sobre inversión y sobre el destino al que ésta deba dirigirse, especialmente en situaciones, frecuentes, en las que un mismo instrumento financiero sea negociado en distintos centros y ESI, ofreciéndose a precios distintos.

Según la clásica teoría del mercado de capitales eficiente, éste es un centro de intercambios en el que los precios reflejan plenamente, en cualquier momento, toda la información disponible (Fama, 1970). Así, los precios en los mercados transparentes constituyen el resultado de la incorporación de datos contextualizados que constituyen información. Si la información no está disponible, es prácticamente imposible identificar si los instrumentos cotizan en su precio adecuado, o si están infravalorados, o sobrevalorados; o si su precio es diferente en función del mercado de negociación. Por otra parte, la igualdad en el acceso a la información por parte de los inversores y de los miembros de los mercados es, al mismo tiempo, un pilar del buen

funcionamiento de éstos y un *desiderátum*, puesto que siempre han existido –y siguen existiendo– barreras y obstáculos para lograrla.

Hoy, los mercados han pasado de ser lugares físicos de reunión con órdenes de “viva voz”, a convertirse en espacios electrónicos en los que se interactúa mediante pantallas de ordenador en un entorno computarizado. Han cambiado las formas y la naturaleza de las transacciones, ampliándose, además del objeto de las negociaciones, la tipología de los centros (Hierro, 2001) (Hierro, 2014). Estos mercados son, hoy en día, corporaciones societarias autorizadas para operar como entidades rectoras o como empresas de servicios de inversión que los gestionan (Sánchez-Calero, 2015) (Tapia, 2015). Pero, su buen funcionamiento sigue exigiendo la disponibilidad de información relevante, especialmente de la relativa a precios y a operaciones ya realizadas (transparencia post negociación), así como sobre las ofertas y demandas (transparencia pre- negociación). En virtud de esas necesidades de información, los mercados bursátiles o extrabursátiles desarrollan su actividad sobre la base de sofisticados mecanismos de comunicación, de análisis y de distribución de datos y, también, por ello, la regulación sobre mercados confiere una importancia extraordinaria al fenómeno del acceso a la información por parte de los inversores finales y de los intermediarios que operan -directa o indirectamente- en su nombre (Tapia, 2015).

En la UE, el marco normativo conocido como MIFIR/MIFID 2 sienta las bases regulatorias de los mercados de instrumentos financieros. Su núcleo está configurado por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros [MIFID 2] y por el Reglamento (UE) n 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros [MIFIR]. La base jurídica de ambos es el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE)⁴. MIFIR, en vigor desde 2018, exige que no solo los instrumentos que son admitidos a la negociación en un mercado regulado (MR, en adelante), es decir las bolsas de valores o mercados oficiales en la denominación en el ordenamiento español, se sometan a las reglas de transparencia previa y posterior a la negociación; sino también que esta alcance a los que se negocian en otras plataformas o centros multilaterales alternativos, algunos no discrecionales —los sistemas Multilaterales de Negociación (SMN, en adelante)— y otros discrecionales —los Sistemas Organizados de Contratación (SOC, en adelante)— (Montero, 2018). Sin embargo, MIFIR reduce su exigencia, especialmente precontractual, en relación con las operaciones desarrolladas en los llamados Internalizadores Sistemáticos (IS, en adelante), que son empresas de servicios de

⁴ El artículo 114 del TFUE atribuye al Parlamento Europeo y al Consejo la competencia para adoptar medidas para la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros que tengan por objeto el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior. Y permite adoptar medidas, no sólo para eliminar los obstáculos actuales para el ejercicio de las libertades económicas fundamentales de la UE, sino también para prevenir la aparición de tales obstáculos, incluidos los que dificultan a los operadores económicos e inversores el pleno aprovechamiento de las ventajas del mercado interior.

inversión, ESI, que casan ofertas y demandas de sus clientes en su propio seno ⁵. Los IS son ESI que negocian por cuenta propia, aunque ejecutando órdenes de clientes, al margen de un MR, un SMN o un SOC. Constituyen auténticos núcleos de negociación, sin llegar a constituir un sistema multilateral (art 4, apartado 1, punto 20 MIFID 2). Por otra parte, MIFIR y MIFID 2 reconocen que algunas operaciones pueden tener lugar en segmentos de los centros de negociación propiamente dichos (MR, SMN, SOC) que se benefician de exenciones a la transparencia, especialmente pre-negocial. A ello se añade que existen operaciones efectuadas al margen de los mercados u transacciones, los mercados *Over the Counter* (OTC, en adelante). Los centros de transacciones OTC responden a una tipología heterogénea: pueden ser distribuidores ubicados en los centros de negociación que aprovechan las excepciones a la transparencia que les reconoce el ordenamiento para, en algunos casos, negociar contratos a medida; u otras entidades (a menudos grandes bancos internacionales) en cuyo seno se realizan negociaciones y operaciones para casar oferta y demanda para sus clientes. Cada una de estas ubicaciones está sometida a distintas exigencias en cuanto a la gestión de información y transparencia.

Además de los distintos regímenes relativos a la difusión de información conforme al tipo de lugar de negociación, la gestión de datos e informaciones se articula de forma separada para las acciones e instrumentos asimilados (vehículos de inversión en capital, como las acciones y fondos cotizados) y para los instrumentos distintos a ellos (como bonos, obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados). Y, en cada sector o mercado clasificado por instrumentos, junto a las obligaciones generales de información y transparencia —pre-negociación y post-negociación— (Montero, 2018); se reconocen exenciones a la transparencia pre-negociación (*waivers*) y autorizaciones para aplazarla en la post negociación (*deferrals*)⁶. (Pérez-Carrillo,

⁵ Las negociaciones por cuenta propia que realizan los IS para encuadrarse en la figura deben presentar un *carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial*, es decir, no entrarían en la definición las ESI que ejecuten órdenes de clientes de modo asistemático u ocasional, incluso si la ejecución la realizan en nombre propio. El carácter frecuente y sistemático se calcula en función del número de operaciones extrabursátiles con cada instrumento financiero, realizadas por cuenta propia por el IS, ejecutando órdenes de clientes. El carácter sustancial se mide según el volumen de las operaciones de negociación extrabursátil efectuadas por el IS en relación con el volumen total de negociación en un instrumento financiero específico, o en función del volumen de las operaciones de negociación extrabursátil efectuadas en relación con el volumen total de negociación de un instrumento financiero específico en el conjunto de la Unión. Para desarrollar sus funciones, los IS deben estar en situación de decidir discrecionalmente, es decir, basándose en su propia estrategia comercial, las operaciones en las que intervienen y para ello necesitan obtener datos de los centros de negociación. Los datos recibidos son contextualizados y analizados teleológicamente, es decir son transformados en informaciones que permiten a cada IS fijar sus propias líneas y estrategias de actuación.

⁶ La obligación general de transparencia previa a la negociación se regula en los artículos 3 y 8 de MIFIR para acciones e instrumentos asimilados y para el resto de instrumentos respectivamente; y las exenciones a dicha obligación se contemplan en los artículos 5 y 6 de MIFIR para acciones y asimilados y en el art 9 de MIFIR para los instrumentos no asimilados a las acciones. En cuanto a la obligación general de transparencia posterior a la negociación se regula en el artículo 6 y 10 de MIFIR para instrumentos de capital y asimilados e instrumentos no asimilados a las acciones respectivamente, mientras que las exenciones a dicha obligación se contemplan en los artículos 7 de MIFIR para instrumentos de capital y asimilados y 11 de MIFIR para instrumentos distintos de los de capital.

2019). Por tanto, buena parte de los intercambios sobre instrumentos financieros se realiza en modo relativamente opaco, configurando la llamada negociación en la sombra o *dark trading*.

Por otra parte, incluso, en el plano de los MR —que son los mercados con mayor apertura y que ofrecen el nivel más exigente de transparencia— la fragmentación y dispersión de centros propia de la UE dificulta obtener informaciones precisas relativas al precio y volúmenes de los instrumentos que cotizan en ellos.

Las imperfecciones en la transparencia repercuten en contra de la posibilidad de los intermediarios de inversión de lograr la “mejor ejecución” de las órdenes de sus clientes, que son los inversores en último término. Y, al no ser posible obtener una visión completa o consolidada de los precios en todos los mercados y centros de negociación en la UE, cuando un mismo instrumento se negocia en distintos lugares, es prácticamente imposible realizar las operaciones de comparación imprescindibles para decidir en cuál de ellos invertir en relación con un determinado instrumento financiero y en un momento preciso. Lograr la mejor ejecución, exige que los intermediarios de inversión puedan comparar precios y volúmenes, como referencia para ejecutar la operación más beneficiosa a favor de sus clientes. Sólo una óptima transparencia en los mercados permite que tales intermediarios puedan justificar, plenamente, sus decisiones de compra o venta a determinados precios, en comparación con los disponibles en diferentes bolsas y centros de negociación alternativos en el momento en el que ejecutan operaciones. La ausencia de una visión consolidada de todos los mercados y centros de negociación significa que cuando un instrumento financiero está disponible para su negociación, no sólo en un único centro de cotización, sino en varios que compiten entre sí, la elección del más adecuado resulta difícil. Si bien los inversores tienen la posibilidad de elegir entre dirigir su inversión hacia un centro u otro, actualmente en la UE se ven abocados a confiar en los datos individuales de cada centro o en consolidaciones parciales. Y, en ausencia de una consolidación global en la UE, los inversores no tienen suficiente acceso a datos comparables y a conocer con certeza si hubiesen obtenido unas mejores condiciones de ejecución en otro mercado. Ello, a su vez, les impide responsabilizar a sus agentes de valores y corredores en relación con la obligación de estos últimos de lograr la mejor ejecución.

La estrategia europea para una Unión de Mercados de Capitales, diseñada a partir de una seminal Comunicación de la Comisión Europea de 2015 (COM/2015/468 final), ya contemplaba la necesidad de integrar los mercados nacionales a nivel europeo. Pero ha sido en su actualización, mediante el Plan de acción de la Comisión Europea de septiembre de 2020 (COM/2020/590 final), donde se formula el objetivo expreso de lograr un registro consolidado, concretamente dentro de su apartado titulado “acción 14”, y en estos términos: “La Comisión propondrá la creación de un sistema de información post - negociación consolidado eficaz y completo para los instrumentos financieros de capital e instrumentos asimilados”.

2. CARENCIAS INFORMATIVAS EN LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE LA UNIÓN EUROPEA

La primera revisión efectuada por la Comisión Europea, en 2020, sobre la aplicación de marco MIFIR, vigente desde enero de 2018, puso en evidencia que los inversores carecen de una visión completa de los precios y volúmenes de negociación que necesitan para invertir en los mercados europeos y que ello constituye un problema de calado a la hora de atraer y mantener el interés por la inversión en ellos. Aquella evaluación, precedida de una consulta pública⁷, mostró que los servicios de datos de mercado, que hasta el momento se vienen ofreciendo desde los propios centros y mediante consolidaciones parciales, no ofrecen una visión global ni cuantitativa, ni cualitativa global de todos los centros y circuitos de negociación. En particular, la liquidez disponible en los mercados alternativos (SMN/SOC), la que se gestiona a través de SI y ESI, y la relacionada con operaciones OTC, no están representada en los flujos de datos propios. Y ello resulta problemático, pues los volúmenes negociados en estas plataformas alternativas y opacas o semi opacas pueden constituir hasta el 50% de la negociación en algunos activos (Comisión Europea, 2020). Por otra parte, los servicios de consolidación ofrecidos por algunos intermediarios presentan inconvenientes por su discrecionalidad en relación con las fuentes de sus datos que, en todo caso, son parciales.

Con las propuestas de reformas de MIFIR y MIFID 2, el legislador europeo está procediendo a incorporar medidas para solventar la inexistencia de datos consolidados a nivel global en los mercados de instrumentos financieros europeos y a hacer frente a la fragmentación de fuentes informativas.

2.1 Sobre la importancia de los datos de mercado consolidados

Una de las bases para lograr la ansiada transparencia en el funcionamiento de los mercados es la del acceso a la información, es decir, no sólo a datos sobre operaciones en un centro o mercado determinado, sino a datos contextualizados.

No deja de ser la consolidación, un tipo de tratamiento y contextualización de datos. Y, debe recordarse que estos datos contextualizados constituyen la auténtica información, valiosa en las actividades económicas. La información es, en efecto, un conjunto de datos organizados que son tratados, contextualizados y estructurados en función de los fines a los que se destinen (Davara, 2008)⁸. Trasladando estos conceptos

⁷ Información sobre la consulta pública: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12167-Review-of-the-regulatory-framework-for-investment-firms-and-market-operators_en

⁸ En efecto, buena parte de la actividad en las economías avanzadas consiste en la producción, transmisión y difusión de datos sobre los que se genera información al relacionarse unos datos con otros y contextualizarse. Mientras que los datos insertos en documentos con distinto soporte físico son,

al ámbito financiero, el desarrollo de la teoría de la información económica se ha definido como el conjunto de medios que reducen la incertidumbre y que facilitan que los agentes económicos identifiquen la situación actual para realizar previsiones y para adoptar decisiones (Laffont, 1989).

En el marco de los mercados o centros financieros de negociación tanto los datos recopilados, como su presentación, orden y estructura deben responder a las necesidades de los usuarios, a los que corresponde ofrecer contenido informativo significativo. Concretamente, en las operaciones con valores que representan capital (*equity*) y con otros instrumentos (*non-equity*), el acceso a datos e informaciones es una necesidad de los inversores para realizar sus propios cálculos y para protegerse, por ejemplo, en tanto que les facilita el poder exigir responsabilidades a sus agentes, en relación con las operaciones que hayan realizado en su nombre (Rojo, 2011). Es, también, imprescindible como instrumento para la supervisión por parte de las autoridades competentes (Muñoz, 2013, págs. 28 y ss.; Díaz, 2012).

La información necesaria para lograr el funcionamiento eficiente de mercados y de su supervisión no es únicamente empírica, sino que también incluye aspectos relativos a procesos (Gilson & Kraakman, 1984). Concretamente en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros, los precios de los valores (*equity*) y de otros instrumentos (*non equity*) incorporan diversa información relevante y se van ajustando, a medida que se generan nuevos datos que afectan a la producción de información contextualizada. El derecho de los mercados, de modo muy acentuado, se ha visto influido por la evolución en los mecanismos disponibles para captar, procesar, gestionar, difundir y notificar informaciones (Hierro, 2001), especialmente una vez que éstos se han digitalizado y apoyado en algoritmos informáticos complejos y rapidísimos (Pérez-Carrillo, 2019).

La consolidación de datos en MIFID 2 —y ahora en la reforma de esa Directiva y de MIFIR— se contempla como un conjunto de mecanismos para generar flujos continuos de información, preferiblemente en tiempo real, sobre precios y volúmenes para cada instrumento que se negocia. Se concreta en un tratamiento inicial de los datos originados en distintos centros y genera información.

Las técnicas de consolidación de datos de distintos mercados, inicialmente en una cinta magnética o registro llamado registro consolidado, se pusieron en marcha inicialmente en los mercados de valores de Estados Unidos, a finales de la década de 1970 para configurar un Sistema Nacional de Información (Pérez-Carrillo, 2017). Actualmente, el registro consolidado utiliza como soporte mecanismos electrónicos capaces de presentar informaciones en tiempo prácticamente real, aunque la cinta magnética sigue empleándose para el almacenamiento de datos a largo plazo, en particular a efectos de copias de seguridad y de archivado (COM/2021/727final).

En la UE, esta idea de un registro global para las transacciones en mercados europeos no es nueva. El MIFIR ya introdujo un sistema de cinta consolidada, o de

meramente, el antecedente de esa información, pues sólo cuando son sometidos a un tratamiento adecuado a un fin contribuyen a un resultado: la información.

registro de datos único, a cargo de un tipo de entidad, los Proveedores de Información Consolidada (PIC, en adelante) (*infra*). Estas entidades se contemplaron en 2014 como intermediarios que recibirían flujos de información de los MR y de los SMN para su difusión. El Reglamento delegado 2017/565 de la Comisión Europea⁹ detalla las obligaciones de las ESI que gestionan centros de negociación, a efectos de facilitar datos a determinados intermediarios de información, y estas previsiones han tenido su efecto en el sentido de que en la actualidad existen intermediarios que ofrecen servicios de consolidación parcial. Sin embargo, conforme a MIFIR, los PIC podrían, además, solicitar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en adelante, por sus siglas en inglés) una autorización para actuar como consolidadores a nivel global de la UE y, hasta el momento, no han surgido prestadores de servicios dispuestos a abordar esta actividad de consolidación global.

En ausencia de datos consolidados globales de los mercados de la UE, los inversores e intermediarios de inversión dependen de los flujos obtenidos en los distintos centros, que ofrecen una visión parcial de la liquidez disponible en la UE; así como de intermediarios que ofrecen sus datos en versiones consolidadas incompletas, basadas en pluralidad de fuentes a las que recurren conforme a su propio criterio y que desglosan y agrupan según su propia interpretación. Ello impide, o cuando menos dificulta, realizar valoraciones precisas de los índices y precios de todas las clases de activos e instrumentos que cotizan o se negocian en lugares distintos. Según ha indicado la Comisión Europea, este problema de falta de transparencia es especialmente grave en relación con los mercados de instrumentos de deuda corporativa (deuda de las empresas) (COM/2021/32 final)¹⁰.

Los intermediarios e inversores se enfrentan, además, a otras dificultades, como son la carestía de los servicios de difusión de información de los centros y de los proveedores de datos, así como a la complejidad de los acuerdos para obtenerlos (ESMA, 2019). A lo que se suma, que realizar consolidaciones parciales y de verificación de calidad a efectos de su encaje en el panorama global no es tarea sencilla para los operadores individuales, especialmente para los de menores dimensiones. En este contexto, es natural que las acciones de emisores de gran capitalización, sobre las que existen más datos e informaciones, sean objeto de mayores tasas de negociación y que muchos índices de inversión centren sus análisis en ese entorno de las entidades más capitalizadas, como es el caso de los índices *S&P 500*, *STOXX 600*, entre otros. Mientras, en el otro extremo, existen menos índices sobre las empresas de menor capitalización

⁹ Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

¹⁰ En su Comunicación "El sistema económico y financiero europeo: fomento de la apertura, la fortaleza y la capacidad de resistencia", de 19 de enero de 2021, la Comisión Europea confirmó su intención de simplificar y armonizar la transparencia de los mercados de capitales, como parte de la revisión del marco de la MiFID 2 y el MiFIR. Y anunció que la reforma incluiría el diseño y la aplicación de una cinta o registro consolidado, en particular para las emisiones de deuda corporativa, con el objetivo de aumentar la liquidez de la negociación secundaria de los instrumentos de deuda denominados en euros.

y menos fondos que canalicen capital a este segmento de entidades de menor tamaño, con el resultado de una menor inversión, precisamente en el tipo de empresa que predomina en la UE. En definitiva, el sistema actual resulta ineficaz y costoso para los inversores y para sus intermediarios, dificulta la gestión del riesgo de liquidez y de ejecución, así como la exigencia de responsabilidades, en relación con la ejecución de operaciones intermediadas (EFAMA/EFSA, 2021)¹¹.

Conforme a los expertos, los principales motivos para que no haya sido posible la consolidación a nivel europeo radican en las dificultades estructurales para obtener datos de alta calidad de los mercados extrabursátiles (OTC) y de los IS en toda Europa (Peterhoff, Wuergler & Burkl, 2021). Pero, además, deben destacarse otros obstáculos que van desde la dispersión de centros de negociación en la UE, a su sometimiento a ordenamientos distintos y al relativamente bajo volumen de negociación en cada uno de ellos, frente a los costes de poner en marcha y operar mecanismos satisfactorios de consolidación paneuropea.

En este contexto, se vienen desarrollando trabajos de análisis de modelos para la creación de un mecanismo de registro o cinta consolidada única en los mercados de instrumentos financieros de la UE (Comisión Europea, 2020). Y, con la reforma de MIFIR propuesta, la Comisión Europea está dirigiendo los esfuerzos para la consolidación de datos de mercados y centros de negociación a nivel europeo, de modo separado para cada tipo de instrumento financiero, a través de PIC autorizados, y conforme a un proceso de selección dirigido por la ESMA.

2.2 Entidades de gestión de información en mercados financieros. Los Proveedores de información consolidada (PIC)

En la actualidad, y como consecuencia de la aprobación del Reglamento MIFIR y de la Directiva MIFID 2, ya se contemplan en la UE tres tipos de intermediarios especializados en distintas tareas relacionadas con la difusión de información y las notificaciones. Todos ellos están sometidos a la obtención de una autorización para desarrollar las actividades de corte informacional que se les encomiendan. Los tres forman parte del panorama regulatorio de los mercados de capitales y de instrumentos financieros de la UE y son importantes en aras de la transparencia, aunque, a los efectos de estas páginas resultan especialmente relevantes los Proveedores de Información Consolidada (PIC).

Conforme a MIFIR, los PIC están llamados a prestar un servicio consistente en recopilar informes de operaciones realizadas principalmente en MR, SMN, pero también en otros centros para consolidarlos a nivel de la UE. Hasta el momento, no se han presentado solicitudes de autorización para realizar este servicio. Por otra parte,

¹¹ La verificación del mejor precio requiere actualmente subscribirse a un producto de datos de mercado propio elaborado por un proveedor de datos o a la alimentación de datos propia que cada bolsa ofrece para su centro.

conforme a MIFID 2, corresponde a los Agentes de Publicación Autorizados (APA, en adelante) la prestación del servicio de publicación de informes de operaciones en nombre de las ESI para instrumentos financieros de capital (acciones, fondos cotizados) y distintos (bonos, emisiones, titulaciones, derechos de emisión y derivados). En cuanto a los Sistemas de Información Autorizada (SIA, en adelante) se encargan de notificar detalles de operaciones a las autoridades competentes, o a la ESMA, en nombre de las empresas de servicios de inversión.

Respecto de los PIC, conforme al Reglamento de ejecución 2017/1110 de la Comisión¹², en cada país de la UE, las autoridades competentes deben designar un punto de contacto para gestionar la información, contemplada hasta ahora en el título V de MIFID 2, recibida por estas entidades. Los PIC se someten a un régimen especialmente estricto de operatividad y supervisión. Ya, en la actualidad, cada PIC debe comunicar a la mencionada autoridad nacional, diariamente (y también cuando se lo soliciten) la identidad de los miembros de su órgano de administración y cualquier cambio que se produzca en ellos. Ciertamente, los miembros del órgano de administración de los PIC deben gozar de honorabilidad, conocimientos, competencias y experiencia para garantizar que la entidad cumple con sus obligaciones. Y, por ello, estas entidades están obligadas a establecer procedimientos sólidos para designarlos y para evaluar su desempeño, así como con líneas jerárquicas claras de rendición de cuentas. Los PIC deben también establecer, en su seno, un sistema de información periódica fiable, mediante el que se asegure el nivel de información del órgano de administración y de sus miembros en relación con todas las actividades de la entidad.

En la actualidad, el Reglamento delegado 2017/571 de la Comisión¹³ establece normas sobre el nombramiento del órgano de administración de la entidad autorizada como PIC, así como medidas obligatorias para la supervisión por parte del órgano de administración de las actividades externalizadas por la entidad. Dentro de las medidas organizativas, este Reglamento delegado abunda en la necesidad de que los PIC cuenten con sistemas informáticos adecuados y bien adaptados a las actividades de publicación de informes de negociación, presentación de comunicaciones de operaciones y para prestar el servicio de información consolidada, para el que, como se ha indicado, aún no se ha solicitado autorización. Dentro de los requisitos de estos sistemas informáticos está el de la solidez para garantizar la continuidad y la regularidad en la prestación de servicios. Estos sistemas deben estar diseñados, además, para hacer frente a las fluctuaciones en el volumen de datos que deberán gestionar, incluidas las que supongan incrementos imprevistos del flujo de datos. Por

¹² Reglamento de ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión de 22 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los proveedores de servicios de suministro de datos y las notificaciones conexas de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

¹³ Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos.

ello, el Reglamento delegado exige que se sometan a pruebas periódicas y que sus sistemas sean actualizados periódicamente para adaptarse a los cambios. Las características de estos sistemas informáticos —y de sus actualizaciones— han de notificarse a las autoridades supervisoras. Los PIC deben contar por otra parte y conforme al mismo Reglamento delegado, con mecanismos para el almacenamiento de datos e informaciones, para poder hacer frente a incidentes y a perturbaciones sobre su funcionamiento. Y, a tales efectos, quedan sometidos a una serie de obligaciones de analizar, entre otras, las operaciones que resulten esenciales para su actividad. También han de configurar medidas específicas para salvaguardar la continuidad de sus operaciones; para la recuperación de éstas, en caso de que una parte se pierda debido a incidentes; y para realizar sus funciones por medios alternativos, cuando los principales resulten inoperativos.

En cuanto a los flujos de datos que generan los PIC, conforme al Reglamento delegado 2017/557 de la Comisión¹⁴, que deberá ser actualizado una vez aprobada la reforma, deben servir para determinar si existe un mercado líquido para acciones, instrumentos financieros asimilables a las acciones e instrumentos financieros distintos de las acciones. También, tendrán que permitir calcular si se cumplen los umbrales reconocidos en MIFIR para las exenciones y autorizaciones sobre las obligaciones generales de transparencia pre-negocial y post-negocial de los centros que les faciliten datos, en relación con los distintos instrumentos *equity* y *non-equity*. Es decir, corresponde a los PIC verificar que no se superen los márgenes permitidos para las operaciones opacas. Asimismo, su información debe servir para calcular si la liquidez en el mercado de determinado instrumento cae por debajo de lo permitido en MIFIR, ya que mantener la negociación de instrumentos para los que no existe suficiente demanda constituye un riesgo. Además, los datos que generan los PIC se utilizan para identificar si una determinada empresa de inversión está realizando operaciones internamente como IS, por lo que se le deberán exigir garantías y transparencia adicionales. Sustancialmente, estas obligaciones no cambian a raíz de las reformas.

Por otra parte y ya en el régimen vigente, los PIC están sometidos a detalladas obligaciones de notificación: (i) deben notificar —a las autoridades de supervisión competentes en materia de mercado— los incidentes adversos que sufran; (ii) han de notificar —a las autoridades competentes de su Estado de origen en materia de protección de datos y a los propios interesados— los incidentes que sufran en sus sistemas informáticos, en relación con la sustracción o alteración de datos de clientes; y (iii) el incidente en cuestión se debe notificar a otras autoridades competentes conectadas funcionalmente con el PIC. Estas comunicaciones a las autoridades, podrá hacerlas directamente o a través de otra entidad que cuente autorización como SIA,

¹⁴ Reglamento delegado (UE) 2017/577 de la Comisión, de 13 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables al mecanismo de limitación de volumen y la información a efectos de transparencia y de otros cálculos.

pero, en todo caso, deben ser supervisadas y verificadas en la propia entidad, ya que los PIC —y los SIA que puedan intermediar en ellas— responden de su precisión, carácter completo y veracidad.

Para entender en su plena dimensión el nivel de exigencia operativa de estos PIC, cabe subrayar que junto al mencionado conjunto de deberes y obligaciones que se les imponen, y que no se van a aminorar con la reforma; el régimen de la consolidación debe desarrollarse, en la práctica, casi al margen de otras actividades. Si bien las autorizaciones que reciben los PIC para la consolidación de datos a nivel europeo no exigen la exclusividad, sí les obligan a mantener su independencia y a evitar los conflictos de intereses. Cuando menos, y *de facto*, la posibilidad de prestar otros servicios implica la puesta en marcha de mecanismos especiales para garantizar que no se produzcan solapamientos o conflictos.

3. PROPUESTAS DE REFORMAS DEL LEGISLADOR EUROPEO PARA UN MERCADO DE DATOS CONSOLIDADOS

3.1 Marco general

La Comisión Europea acaba de aprobar su Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 600/2014 en lo que respecta a la mejora de la transparencia de los datos de mercado, la eliminación de los obstáculos a la aparición de un registro consolidado, la optimización de las obligaciones de negociación y la prohibición de recibir pagos por la transmisión de órdenes de clientes. (MIFIR) (COM/2021/727 final). A los efectos de estas páginas, utilizamos la nomenclatura MIFIR/R para designar las disposiciones introducidas o alteradas en la propuesta. También, y en la misma fecha de 25 de noviembre de 2021, la Comisión hizo pública su Propuesta de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo reformando la Directiva 2014/65/UE sobre mercados de Instrumentos financieros (MIFID 2) (COM/2021/726 final). Aquí aludimos, también, aunque en menor medida, a esta reforma, como MIFID 2/R.

Las propuestas incluyen enmiendas destinadas a intensificar las obligaciones de transparencia de los centros de negociación de instrumentos financieros en la UE, así como para profundizar en las obligaciones de información de ciertas entidades de servicios de inversión (ESI), en cuyo seno tienen lugar negociaciones y cierres de operaciones extrabursátiles. Pero dentro del conjunto de propuestas, nos vamos a detener aquí en los esfuerzos de la UE para desarrollar un mercado integrado de datos consolidados que resulten universalmente accesibles a los inversores. Es decir, las disposiciones que inciden específicamente en el objetivo de generar flujos continuos de informaciones relevantes para los inversores, que tienen su origen en los centros de negociación de toda la UE.

Con estas reformas, la Comisión Europea pretende contribuir a que los inversores, intermediarios y ESI tengan fácil y rápido acceso a datos de calidad sobre

los niveles de contratación, de oferta y de demanda, relativos a los distintos instrumentos financieros intercambiados en el mercado de capitales europeo. Este objetivo constituye un instrumento de mercado para atraer inversión a Europa y, por lo tanto, para aumentar la liquidez en las infraestructuras donde se realizan transacciones. En último término, se trata de contribuir a que las empresas, ya sean europeas o no, confíen en los centros de negociación de la UE para obtener financiación.

Uno de los aspectos a destacar, dentro de este intento por reforzar el papel de los mercados ubicados en Europa como centros globales relevantes y fiables para inversores y para empresas que necesitan recursos, es que con estas reformas se incorporan al futuro MIFIR/R disposiciones que habían sido diseñadas en el marco de MIFID 2. Así se logrará el efecto de aplicación directa y homogénea, propio de los Reglamentos de la UE, evitando que, a través de los mecanismos de transposición inherentes a las Directivas, se produzcan disparidades en la materialización concreta de las medidas normativas. Además, y en especial por lo que se refiere a los datos consolidados, se refuerza el papel de la ESMA como motor y controlador centralizado de la consolidación y publicación de datos de mercados.

3.2 Contribuyentes de datos para la consolidación a nivel europeo

La consolidación de datos básicos exige establecer, previamente, cuál es su origen o fuente, es decir, de que centro de negociación o ESI proceden. Además, si lo que se pretende es lograr un flujo continuo, homogéneo y publicable de informaciones, basadas en datos objeto de tratamiento (consolidación); las mismas características deberán garantizarse con respecto a las fuentes.

Conforme a las reformas propuestas, las entidades PIC, que son las únicas que pueden obtener una autorización de la ESMA para la consolidación, obtendrán sus datos básicos a partir de una serie de entidades proveedoras —los llamados “contribuyentes”—, conforme al art 2 apartado 1, subapartado 34 de MIFIR/R. Se trata de las entidades rectoras de MR y las ESI que dirijan otros centros (SMN y SOC). También las ESI, que actúen como IS, deberán facilitar datos. Por último, según lo establecido en el artículo 22 ter MIFIR/R, los organismos y entidades rectores de todos ellos deberán disponer de mecanismos que garanticen el cumplimiento de las normas de calidad de los datos básicos, los datos que facilitarán a los PIC.

Los MR y SMN aportarán directamente, en tiempo real o en un espacio temporal cercano a éste, datos consolidados de cada uno de sus centros. Los entregarán en formato consolidado, exclusivamente, a las entidades designadas por la ESMA como PIC con autorización para la consolidación europea de cada instrumento financiero. Una vez efectuada la consolidación a nivel europeo, esa información deberá ser puesta a disposición del público por parte de cada PIC, utilizando formatos y etiquetas idénticas que resulten claros y permitan el acceso desagregado, y, por tanto, el pago únicamente de los datos concretamente solicitados.

Hasta ahora, el artículo 13 MIFIR exigía, a los organismos rectores del mercado y a las ESI que gestionen un centro de negociación, poner a disposición del público la información previa y posterior a la negociación sobre las operaciones con instrumentos financieros (sobre una base comercial razonable, es decir, conforme a acuerdos retribuidos). MIFIR exige que el acceso a estos datos e informaciones no sea discriminatorio. Sin embargo, la Comisión reconoce, en la exposición de motivos de su propuesta para un MIFIR/R, que ese artículo no ha alcanzado sus objetivos. Por el contrario, añade la Comisión Europea, que es evidente que la información proporcionada por los centros de negociación y los IS (y por los APA que pueden actuar como intermediarios de publicación) no es eficaz. Se queja concretamente la Comisión de que la publicación, tal y cómo se ha efectuado al amparo de MIFIR, no permite comprender ni las políticas de datos de cada uno de los mercados, ni los mecanismos relativos al precio de los datos que se ofrecen; y que, aunque ESMA ha emitido orientaciones al efecto, el carácter no vinculante de las mismas reduce su eficacia. Por ello, en esta reforma, y en las futuras reglas técnicas que se anuncian, se busca diseñar requisitos para la entrega de datos por parte de los centros contribuyentes, de modo armonizado, coherente y verdaderamente útil.

Una vez que entre en vigor la reforma, los contribuyentes con datos de mercado (valores, fondos cotizados y derivados extrabursátiles) tienen la obligación de entregar a los PIC, en un formato armonizado, los datos necesarios para la consolidación. Y esta obligación alcanza, no sólo a los centros propiamente dichos (MR, SMN, SOC), sino a cualesquiera otros centros (IS, ESI) en los que se desarrollen operaciones para tales instrumentos. La entrega se realizará —directamente o a través de un intermediario autorizado para la publicación (APA)— en un formato armonizado, a través de un protocolo de transmisión de alta calidad y lo más cerca del tiempo real que sea técnicamente posible (artículo 22-a-1 MIFIR/R). Estos contribuyentes o proveedores pueden contar con distintos mecanismos de conexión para la transmisión, pero será el PIC quien podrá elegir, libremente, cual de entre los tipos de conexión que los contribuyentes ofrecen a otros usuarios prefiere utilizar.

Corre, también, a cargo de los contribuyentes la entrega de información sobre los *waivers* y *deferrals*, es decir, sobre las exenciones a la transparencia pre-negociación y post - negociación reconocidas en los artículos 4, 7, 11, 14, 20 y 21 de MIFIR.

Por lo que respecta a la calidad de los datos, la reforma retrasa la determinación precisa de detalles (art 22b MIFIR/R), en el sentido de que anuncia la creación de un Grupo de Expertos y la futura aprobación de normas técnicas y actos delegados de la Comisión Europea que concretarán los rasgos cualitativos que se exigirán de los datos de los contribuyentes.

Finalmente, y dado que la temporalidad en la entrega de datos es un requisito para su utilidad, la Propuesta (artículo 22c MIFIR/R) establece una serie de previsiones y reformas para la llamada “sincronización de relojes”, obligatoria tanto para los contribuyentes, los APA y los propios PIC.

3.3 Los PIC tras la reforma. Hacia una consolidación de datos a nivel europeo

El artículo 2, apartado 1, subapartado 35 MIFIR/R se ocupa de introducir una definición de los PIC, cuya actividad se recogerá además en este Reglamento modificado y en su desarrollo. Sea cual sea el desarrollo normativo finalmente aprobado, ya sabemos que se trata de personas autorizadas, de conformidad con el capítulo 1 del título IV bis del propio MIFIR/R, para prestar una serie de servicios.

Las actividades de estas entidades son, por una parte, la recopilación de datos de mercado sobre acciones, fondos cotizados, bonos o derivados, a partir de los contribuyentes de datos de mercado. Por otra, la consolidación de tales datos en un flujo electrónico continuo, en directo (es decir, lo más cercanamente posible a tiempo real) y de modo que se proporcionen datos básicos de mercado por acción, fondo cotizado, bono o derivado. Finalmente, deberán proporcionar tales datos sometidos al tratamiento de consolidación (información) a los usuarios finales. La reforma insiste de modo especial en el fomento de la consolidación global a nivel europeo por instrumento financiero.

Para hacer frente al hecho de que hasta el momento no se han presentado solicitudes sólidas para prestar servicios PIC de consolidación a nivel europeo, se incorpora un mecanismo competitivo impulsado por la ESMA para lograr la identificación de las entidades adecuadas. Conforme a MIFIR/R, se pondrán en funcionamiento, a instancia de la ESMA, una serie de concursos para fomentar y encauzar el interés del sector privado en ofrecer los servicios de consolidación a nivel europeo. En concreto, se faculta a la ESMA para que organice periódicamente procedimientos de selección competitivos para escoger una única entidad PIC como prestadora del servicio de cinta o registro consolidado para cada clase de activo especificada.

Teniendo en cuenta la novedad del sistema propuesto, conforme al nuevo art. 27 de MIFIR/R, la ESMA convocará un proceso para seleccionar un PIC para cada tipo de instrumento, dentro de los tres primeros meses de vigor de la reforma. Y, cada PIC seleccionado, obtendrá autorización por un periodo de 5 años. En el caso de la consolidación de datos sobre acciones, en el primer concurso la selección afectará solo a la creación de un flujo de datos de transparencia post-negociación¹⁵, algo que se considera más sencillo de asumir para los MR y SMN contribuyentes, de lo que serían los datos previos a la negociación (Peterhoff, Wuergler & Burkl, 2021).

La calidad y resultados de los servicios de consolidación de los PIC serán objeto de seguimiento. Concretamente, en relación con las acciones, 18 meses antes de la

¹⁵ La consolidación post negociación presenta menos complejidad que la consolidación previa. Ello es así porque los datos generados después de las operaciones tienen una naturaleza más estandarizada y exhaustiva de los datos, y porque el ordenamiento contempla posibles retrasos de minutos en la entrega de esos datos. Además, el suministro de estos datos ya es obligatorio en virtud de la MiFID 2 con lo que las infraestructuras europeas están más avanzadas en su preparación. Con todo, la incorporación a esta transparencia y provisión de datos de los centros OTC y los IS sigue exigiendo grandes inversiones.

puesta en marcha del segundo procedimiento de selección, la ESMA deberá presentar un informe de evaluación a la Comisión Europea en el que se valore si existe demanda del mercado (y se dan las condiciones) para ampliar los datos aportados a la cinta de consolidación de estos valores representativos de *equity*, para exigir, también, la entrega y consolidación europea de datos pre-negociación. Y, si ese fuese el caso, se habilitará a la Comisión Europea para aprobar, mediante un acto delegado, tal ampliación a efectos de la selección de un PIC en la segunda convocatoria que se celebre.

3.3.1 Selección en función de criterios de calidad

En conjunto, es decir, más allá de lo previsto para la selección de consolidadores de datos de acciones a la que acabamos de aludir, la selección de todos los PIC consolidadores a nivel europeo se basará en la verificación de una serie de indicadores. Es decir, los futuros PIC deberán cumplir con criterios sobre la calidad de los servicios que están dispuestos a asumir y, en relación con los cuales, la ESMA ofrecerá asesoría facilitando el cumplimiento y la adopción de decisiones a las entidades que estudien concurrir a los correspondientes procesos selectivos.

El control previo a la autorización se centrará especialmente en verificar la capacidad de las entidades para garantizar puntualidad y calidad en la entrega de la información o de los datos consolidados a sus usuarios. También será objeto de atención la eficacia de los mecanismos que estas entidades hayan diseñado para evitar asimetrías de información u otros efectos no deseados que puedan derivarse de la consolidación. En esa línea, se introduce un nuevo artículo 27da (COM/2021/726final) (COM/2021/727final) y se clarifican las obligaciones de los PIC sobre información que deben poner a disposición del público en relación con los datos consolidados, con su calidad y con el nivel de prestación de sus servicios, en aspectos como la velocidad de entrega e informes de resistencia operativa. Todo ello, sin perjuicio de los desarrollos reglamentarios mediante normas técnicas de ESMA, y actos delegados y de ejecución de la Comisión Europea, según corresponda más adelante.

3.3.2 Gobernanza, retribuciones por actividad, control

El artículo 1, apartado 16 de la Propuesta de reforma de MIFIR (MIFIR/R), introduce una disposición sobre los requisitos organizativos exigidos y sobre las normas de calidad del servicio que se deberán aplicar a todos los PIC seleccionados y designados por la ESMA como consolidadores de datos a nivel europeo, en relación con cada instrumento financiero determinado en la autorización que reciben. Estos requisitos, que constituyen condiciones para recibir y mantener la autorización de la ESMA, se detallan, sin perjuicio de los futuros desarrollos reglamentarios que procedan, en el futuro artículo 27 h MIFIR/R.

Los PIC deberán cumplir con medidas de corte organizativo, así como con obligaciones en cuanto a su actividad y gobernanza (artículo 27 -h- MIFIR/R). Por lo

que respecta a su actividad, deberán recopilar todos los datos de mercado proporcionados a través de las entidades contribuyentes, en relación con la clase de activos para la que están autorizados. Y deberán retribuir a los gestores de los centros contribuyentes, en lo que se presenta como un reparto de los ingresos percibidos de sus suscriptores (arts. 27h (1)c), que habrá de establecerse conforme a criterios equilibrados, teniendo en cuenta los datos que cada centro aporte al conjunto del registro consolidado (22, a MIFIR/R). Concretamente, y para verificar la eficiencia de los mecanismos desarrollados al efecto de que los MR obtengan una retribución por la vía de la participación en los ingresos de los PIC (apartado 4 del artículo 27 h MIFIR/R), transcurridos 12 meses del pleno funcionamiento del primer PIC de acciones, la ESMA redactará un informe dirigido a la Comisión Europea sobre esta cuestión retributiva, sin perjuicio de que el ejecutivo de la UE pueda, además, solicitarle otros informes. Finalmente, a la luz de estos estudios, la Comisión estará facultada para aprobar, mediante un acto regulatorio delegado, la modificación de las condiciones de reparto (art 50 MIFIR/R).

Los PIC obtendrán ingresos de sus clientes. Así, recaudarán las cuotas mensuales de suscripción de los usuarios y, a cambio, pondrán a disposición de éstos los datos básicos consolidados para los que estén autorizados en un flujo electrónico continuo de datos en condiciones no discriminatorias, lo más cerca del tiempo real que sea técnicamente posible y con la calidad exigida conforme al artículo 22 ter MIFIR/R. También deben publicar datos del mercado respetando los *waivers* y *deferrals* de los artículos 4, 7, 11, 14, 20 y 21 MIFIR, garantizando que las consolidaciones que pongan a disposición del público sean fácilmente accesibles, legibles por máquina y utilizables por todos los usuarios, incluidos los inversores minoristas.

Por otra parte (conforme al artículo 27-h- apartado 2 MIFIR/R), los PIC adoptarán y publicarán en su sitio web normas de nivel de servicio y en esas normas de funcionamiento interno deberán hacer referencia precisa a cuáles son los centros o ESI que contribuyen, como fuentes, a sus datos a efectos de consolidación. Es decir, frente a la situación actual en la que existen consolidadores parciales que escogen discrecionalmente y sin transparencia el origen de sus datos, con la reforma, junto a la globalidad, se busca una plena transparencia en relación con las fuentes de la consolidación. También deben contemplarse, en las normas corporativas internas de las que los PIC deberán dotarse, las modalidades y la velocidad de entrega de los datos de mercado consolidados a los usuarios. En este sentido, podrán establecer distintos modos de suscripción y deberán formular objetivos en la temporalidad para la entrega. Además, estas normas internas tienen que incluir las medidas que adopta cada PIC para garantizar la continuidad operativa en el suministro de datos consolidados de mercado.

Los aspectos de ciberseguridad y resiliencia operativa obran gran importancia y, por ello, se exige a las entidades, que aspiren a ser designadas como PIC de consolidación, que dispongan de sólidos mecanismos de seguridad, que deberán ser diseñados para garantizar la seguridad de los medios o sistemas de transferencia de datos de mercado desde los contribuyentes al PIC y entre éste y sus usuarios. Deberán

adoptarse —y definirse en las reglas internas— medidas para minimizar el riesgo de corrupción de datos, de acceso no autorizado, y de mantenimiento de sus servicios; así como mecanismos de *back up* para almacenar —como copias de seguridad— los datos e informaciones que reciban, consoliden y publiquen. Tales exigencias, del apartado 3 del artículo 27 h, resultan coherentes con las que se están diseñando en el marco de la Propuesta de Directiva del Resiliencia Digital Operativa en el sector financiero¹⁶, que incluyen medidas de seguridad, sistemas de gestión de seguridad de la información e, incluso, la definición de puestos ejecutivos clave para la gobernanza de datos, sistemas e informaciones (Pérez-Carrillo, 2020).

Los PIC que consoliden datos deberán, asimismo, mantener registros relativos a su actividad, conservándolos durante un período no inferior a cinco años y facilitarlos a la ESMA cuando se les solicite

Entre las obligaciones de información de los proveedores del servicio de consolidación, encontramos (artículo 27ha MIFIR/R) que los PIC deberán publicar en su web, cada trimestre, sus estadísticas de rendimiento; incorporando a ellas informes sobre las incidencias, que se relacionen o hayan podido afectar a la calidad de los datos y los sistemas, durante ese periodo. Para precisar el alcance de estas obligaciones, que contribuyen a la transparencia, la ESMA elaborará proyectos de normas técnicas reglamentarias para especificar el contenido, el calendario, el formato y la terminología necesaria para precisar el contenido de los informes que se exigen a los PIC. Y, también, presentará proyectos de normas técnicas reglamentarias a la Comisión, a los 9 meses de la entrada en vigor de la reforma del MIFIR/R, para que ésta pueda adoptar, por delegación, normas técnicas reglamentarias de conformidad con los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) no 1095/2010¹⁷.

La gobernanza externa entronca con la supervisión y, a tales efectos, los arts. 1(24) y 1(25) de la propuesta de reforma del MIFIR (MIFIR/R) refuerzan los poderes de supervisión de la ESMA en relación con los PIC.

4. REFLEXIONES AL CIERRE

La consolidación de datos de centros de negociación y de ESI se enfrenta en Europa a una serie de dificultades que configuran un panorama distinto al de otros ámbitos geográficos. En el viejo continente, los centros de negociación y las empresas que ofrecen servicios de inversión se encuentran dispersos en áreas distantes a lo largo y ancho de todo el territorio, cuentan con tradiciones distintas y, pese a la creciente armonización de los mercados de capitales de la UE, están todavía sometidos a

¹⁶ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014 (COM/2020/595 final). 24.09.2020.

¹⁷ Reglamento (UE) N o 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n o 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

legisladores y autoridades de supervisión nacionales. Todo ello genera consecuencias de distinto orden, por ejemplo, dificultades para lograr una cinta consolidada única y precisa para dar respuesta a las necesidades de todos los inversores; o problemas de latencia, debidos a la distancia entre los centros, que repercute en el tiempo en el que los datos e informaciones necesitan para recorrerla en una era en la que apenas fracciones de segundo suponen una diferencia de precios, de volúmenes de oferta y de demanda. Esta realidad, hace difícil encontrar una solución única para consolidar los datos de mercado en toda la UE o, al menos, para lograr ese objetivo en términos competitivos respecto de otras zonas, donde los principales centros de negociación se encuentran concentrados en determinadas áreas geográficas. Por ejemplo, en EE. UU., los principales mercados se hallan situados en las inmediaciones de las ciudades de Nueva York y Chicago.

En la UE, los mercados se ubican en zonas distantes, la información está muy fragmentada, configurando una realidad que debe tenerse en cuenta, a efectos de planificar las reformas legislativas que acabarán influyendo en la gestión de los mercados de instrumentos financieros. La interconectividad entre centros es deficiente. Y los requisitos y exigencias a los intermediarios, en términos de la “mejor ejecución”, ni se ha definido muy estrictamente, ni hasta ahora ha sido posible controlarlos eficazmente para posibilitar una auténtica exigencia de responsabilidades por parte de los inversores a sus intermediarios.

La fragmentación de centros en Europa hace que el acceso a un eventual registro consolidado pueda, todavía, no resultar alcanzable exactamente en los mismos términos temporales para todos los inversores. Recuérdese que, al hablar de tiempos, nos estamos centrando en fracciones de segundo, que es lo que los mercados e intermediarios necesitan para procesar internamente los datos y las informaciones recibidas y para colocar sus órdenes de compra o de venta eficientemente.

Otra característica de los centros en la UE, fruto de la propia fragmentación, así como de la tradición bancaria europea, es que los volúmenes que se negocian en estos mercados son mucho más reducidos de los de, por ejemplo, lugares como Estados Unidos. Así las cosas, las economías de escala a la hora de implementar sistemas de gobernanza, de control y mecanismos tecnológicos para la recopilación, análisis y difusión de información de los centros, no facilitan la rentabilidad del ejercicio. A ello se une el estricto régimen de conflictos de intereses previstos para las entidades PIC que, en la práctica, dificultan el ejercicio de cualquier otra actividad. Y, a todo esto, hay que añadir que el periodo de autorización previsto de 5 años puede ser insuficiente en relación con el volumen de inversión que exigen las actividades de consolidación y las obligaciones normativas que pesan sobre los PIC.

A la luz de todas estas circunstancias, cabe incluso preguntarse si es sensato pretender una recopilación de datos en todos los centros europeos. O si, tal vez, ese intento resultaría caro, además de susceptible de generar más conflictos de los que resuelve.

En esto, como en muchas otras cuestiones, Europa se enfrenta a la necesidad de fortalecer su mercado de capitales, en competencia con otras latitudes. Pero, quizás, la vía a seguir no puede basarse en reproducir los mecanismos desarrollados en otras áreas. Y, en términos generales, los intentos de lograr una cinta consolidada de datos de mercados de instrumentos financieros en la UE, refleja precisamente esto: un acercamiento a las prácticas estadounidenses que, por lo demás, ni siquiera allí han resultado del todo exitosas.

FINANCIACIÓN

Texto elaborado con el apoyo del Proyecto de investigación «Los remedios restaurativos en el Derecho de la competencia: una respuesta a los retos que plantea la economía digital - RETOS 2020». PID2020-116217RB-I00. Conv. 2020 de «Proyectos I+D+i» en el marco del Programa Estatal de Generación de conocimiento y fortalecimiento científico y tecnológico del sistema de I+D+i y del Programa estatal de I+D+i orientada a los retos de la sociedad».

BIBLIOGRAFÍA

- Davara Rodríguez, M.A. (2008). *Manual de Derecho Informático* (10ª ed.). Aranzadi.
- Díaz Ruiz, E (2012). La contratación en los mercados de futuros y opciones españoles. En: Zunzunegui, F. *Derecho bancario y bursátil* (2ª ed.), p. 629-650. Colex.
- EFAMA/EFSA (2021). *Joint statement by EFAMA and EFSA on Consolidated Tape and market data costs*. <https://www.efama.org/newsroom/news/joint-statement-efama-and-efsa-consolidated-tape-and-market-data-costs>
- Fama, E.F. (1970) Efficient capital markets: A Review of Theoretical and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), p. 383-417. <https://www.jstor.org/stable/2325486>
- Gilson, R.J. & Kraakman, R.H. (1984). The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, 70(4), p. 549-644. <https://doi.org/10.2307/1073080>
- Hierro Anibarro, S. (2001). *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. Civitas.
- Hierro Anibarro, S. (2014). Gobierno corporativo en sistemas multilaterales de negociación. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 33(135), p. 7-38.
- Laffont, J.J. (1989). *The Economics of uncertainty and Information*. MIT Press Books.

- Montero Córdoba, L (2018) La estructura de los mercados de instrumentos financieros de la Unión Europea tras la aplicación de MIFID II-MIFIR. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 22, p. 2.
- Muñoz Pérez, A F (2013). *Los derivados financieros 'equity' y el gobierno corporativo de las sociedades*. Marcial Pons
- Pérez-Carrillo, E.F. (2017). Acceso a la información en el Sistema Nacional de Mercados (de valores) de Estados Unidos. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 145
- Pérez-Carrillo, E.F. (2019). Deberes de información y transparencia en las operaciones con derivados en la Unión Europea. Panorama regulatorio con MIFID 2 («Markets in Financial Instruments Directive»), MIFIR («Markets in Financial Instruments Regulation») y EMIR («European Market Infrastructure Regulation»). En: Roncero Sánchez, A. (coord.). *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, p. 662-668. Aranzadi.
<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6905288>
- Pérez-Carrillo, E. F. (2020). Digital resilience. Aproximación a la fortaleza digital en el sector financiero de la Unión Europea: Desde NIS hasta DORA. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 27, p. 308-350
- Peterhoff, D., Wuergler, T & Burkl, M. (2021). *Caught on tape. A consolidated tape for Europe*. Oliver Wyman.
https://www.bolsasymercados.es/ing/Studies-Research/Document/5489_Caught_on_tape_A_consolidated_tape_for_Europe_English
- Rojo Álvarez-Manzaneda, C. (2011) *La disciplina de la información prevista por la normativa del mercado de valores, un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*. Universidad de Granada.
- Sánchez-Calero Guilarte, J. (2015) Fallos en los mercados financieros y sanciones. *Revista de derecho bancario y bursátil*, Año 34, N°139, p. 342-344
- Tapia Hermida, A.J. (2003). *Derecho del mercado de valores*. Cálamo.
- Tapia Hermida, A.J. (2015). *Manual de derecho del mercado financiero*. Iustel.

LEGISLACIÓN Y DOCUMENTOS OFICIALES

Comisión Europea (2015). *Comunicación (...). Plan de acción para la creación de un mercado de capitales*. COM/2015/0468 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52015DC0468>

Comisión Europea (2020). *Comunicación (...). Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción*. COM/2020/590 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=COM:2020:590:FIN>

Comisión Europea (2020). *Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 909/2014*. COM/2020/595 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52020PC0595>

Comisión Europea (2020). *Public consultation on the review of the MiFID II/MiFIR regulatory framework*.

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-mifid-2-mifir-review-consultation-document_en.pdf

Comisión Europea (2020). *The study on the creation of an EU consolidated tape: final report*. Publications Office of EU. <https://op.europa.eu/s/vJXP>

Comisión Europea (2021). *Comunicación (...). Sistema económico y financiero europeo: fomentar la apertura, la fortaleza y la resiliencia*. COM/2021/32 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52021DC0032>

Comisión Europea (2021). *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments*. COM/2021/726 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021PC0726>

Comisión Europea (2021). *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders*. COM/2021/727 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021PC0727>

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. *DO L 173 de 12.6.2014*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>

ESMA - European Securities and Markets Authority (2019). *MiFID II/MiFIR Review Report No. 1. On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/mifid_ii_mifir_review_report_no_1_on_prices_for_market_data_and_the_equity_ct.pdf

Reglamento (UE) No 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión no 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión. *DO L 331 de 15.12.2010*, p. 84/119. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32010R1095>

Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. *DO L 173 de 12.6.2014*, p. 84/148. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2014/600>

Reglamento de Ejecución (UE) 2017/1110 de la Comisión, de 22 de junio de 2017, por el que se establecen normas técnicas de ejecución con respecto a los modelos de formularios, plantillas y procedimientos para la autorización de los proveedores de servicios de suministro de datos y las notificaciones conexas de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros. *DO L 162 de 23.6.2017*, p. 3/13. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32017R1110>

Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva. *DO L 87 de 31.3.2017*, p. 1/83. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32017R0565>

Reglamento Delegado (UE) 2017/571 de la Comisión, de 2 de junio de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a la autorización, los requisitos de organización y la publicación de operaciones aplicables a los proveedores de servicios de suministro de datos. *DO L 87 de 31.3.2017*, p. 126/141.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32017R0571>

Reglamento Delegado (UE) 2017/577 de la Comisión, de 13 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables al mecanismo de limitación de volumen y la información a efectos de transparencia y de otros cálculos. *DO L 87 de 31.3.2017*, p. 174/182. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32017R0577>