

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 [DOUE L 173, de 12-VI-2014] y 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 [DOUE L 173, de 12-VI-2014]

EL NUEVO MARCO NORMATIVO DE LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

1. Introducción: el marco normativo de los mercados de instrumentos financieros en la UE

El 15 de mayo de 2014 se adoptaron el Reglamento 600/2014/UE, del PE y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros (conocido por sus siglas en lengua inglesa *Markets in Financial Instruments Regulation [MiFIR]*), y por el que se modifica el Reglamento 648/2012/UE, del PE y del Consejo, de 4 de julio de 2012 (DOUE L 201, de 27 de julio de 2012), de derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, y la Directiva 2014/65/UE, del PE y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros (conocida como *Markets in Financial Instruments Directive [MiFID 2]*), y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE, del PE y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002 (DOUE L 9, de 15 de enero de 2003), sobre la mediación en los seguros, y 2011/61/UE, del PE y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (DOUE L 174, de 1 julio de 2011). Ambas se publicaron en el DOUE L 173, de 12 de junio de 2014 (disponibles en «<http://europa.eu>»).

MiFIR y *MiFID 2* están llamados a constituir el nuevo marco jurídico de los instrumentos financieros en la UE cuando comience su aplicación efectiva, prevista para el 3 de enero de 2017. Concretamente, esta es la fecha en la que, de una parte, concluirá el periodo de suspensión de esta aplicación establecido en el segundo párrafo del artículo 55 *MiFIR*, y en la que, de otra, y conforme al primer párrafo del artículo 94 *MiFID 2*, se verá derogada la regulación previa en esta materia, a saber, la famosa y todavía vigente a día de hoy Directiva 2004/39/UE, del PE y del Consejo, de 21 abril de 2004 (DOUE L 145, de 30 abril de 2004), relativa a los mercados de instrumentos financieros (*MiFID 1*), que se verá sustituida tanto por *MiFIR* como por *MiFID 2*. Pese a ello, la entrada formal en vigor de ambas normas tuvo lugar el pasado 3 de julio de 2014, esto es, a los veinte días de su publicación en el DOUE, tal y como se dispone en los arts. 55.1 *MiFIR* y 96 *MiFID 2*. En otro orden de cosas, los Estados miembros habrán de haber incorporado a sus respectivos ordenamientos nacionales el régimen de *MiFID 2* antes del 3 de julio de 2016, según su artículo 93.1. No obstante, existen otros plazos transitorios adicionales de transposición en otras cuestiones puntuales hasta el 3 de julio de 2020, a tenor del artículo 95.1 *MiFID 2*. Por ende, algunos de

los preceptos de *MiFIR* habrán de verse aplicados desde su misma entrada en vigor, como se desprende de su artículo 55.3, y algunos otros no se aplicarán hasta el 3 de enero de 2019 (artículo 55.4 *MiFIR*).

Esta marcada diversidad de plazos de aplicación efectiva y de incorporación de las diferentes disposiciones establecidas en *MiFIR* y *MiFID 2* dan buena muestra de la amplitud y complejidad de ambas normas, que han sido resultado de un arduo y prolongado *iter* legislativo iniciado a partir de los contenidos vertidos en el famoso Consejo Europeo de 18 y 19 de junio de 2009 en torno a la futura arquitectura de la supervisión financiera en la UE, siguiendo las consideraciones al respecto del Grupo de Expertos de Alto Nivel en esta materia, presidido por M. De Larosière, y que propició la presentación de las primeras Propuestas de la Comisión de la UE, ambas de 20 de octubre de 2011 (Doc. [COM] 651 y 656 final, respectivamente, disponibles en «<http://ec.europa.eu>»). Los objetivos generales perseguidos con la adopción de este Reglamento y de esta Directiva han sido incrementar la eficiencia, flexibilidad y transparencia de los mercados de instrumentos financieros, aumentar el rigor en su supervisión y control y fortalecer la protección de los inversores, además de actualizar la estructura y configuración de dichos mercados a los cambios a los que han dado lugar, por un lado, su propia evolución, y de otro, la crisis económica y financiera de los últimos años. En consecuencia, se ha llevado a cabo una profunda reforma del marco normativo de estos mercados, comparable e incluso superior en muchos aspectos a la que representó en su momento *MiFID 1*, y al igual que lo fuera esta última no hace tanto tiempo, se trata de un hito de la máxima importancia dentro del ya vasto entramado legal existente en el Derecho de la UE en materia de valores negociables.

2. Estructura, contenidos y principales innovaciones introducidas mediante el Reglamento 600/2014/UE

Los objetivos generales antes enumerados se han visto desarrollados mediante otros objetivos más puntuales, así, el incremento de la transparencia y el refuerzo de la supervisión y control de los mercados de instrumentos financieros requería de una mayor uniformidad en la ordenación de dichos mercados, que fuese más allá de la mera armonización de las legislaciones nacionales de los Estados miembros sobre el particular y que representase asimismo una base y un complemento de dicha armonización. De ahí que haya sido necesario alcanzar este logro mediante una norma de aplicación directa que no precisase de una incorporación a tales legislaciones, es decir, de un Reglamento como el que nos ocupa, hecho que viene a constituir en sí mismo toda una novedad de primer orden y un notable avance nada desdeñable en la regulación de este sector. Pues bien, a esta finalidad concreta es a la que viene a responder *MiFIR* y, por ello, sus disposiciones se hallan esencialmente orientadas a determinar el estatuto o las normas de conducta de los operadores económicos que actúan en estos mercados, y las potestades de las autoridades competentes para

intervenir en los mismos, especialmente en materias tales como, entre otras, la comunicación de las operaciones e informaciones relevantes y el control de la gestión sobre los valores objeto de negociación.

El texto articulado de *MiFIR* consta de 55 preceptos, ordenados en diez títulos, a saber: I.- Objeto, ámbito de aplicación y definiciones, II.- Transparencia para los centros de negociación, III.- Transparencia para los internacionalizadores sistemáticos y las empresas de servicios de inversión que negocien en mercados extrabursátiles, IV.- Comunicación de operaciones, V.- Derivados, VI.- Acceso no discriminatorio a la compensación para los instrumentos financieros, VII.- Medidas de supervisión sobre intervención de productos y posiciones, VIII.- Prestación de servicios y realización de actividades por empresas de terceros países, con arreglo a una decisión de equivalencia, con o sin sucursal, IX.- Actos delegados y de ejecución, y X.- Disposiciones finales. Se trata, pues, de una estructura ya habitual en la normativa comunitaria, consistente en comenzar delimitando los aspectos básicos, abordar a continuación los contenidos específicos a regular en la norma en cuestión, para concluir con temas claramente más técnicos, tales como los poderes de la Comisión de la UE para adoptar actos de delegación y de ejecución y la entrada en vigor de este Reglamento. Por lo demás, la estrecha e imprescindible ligazón entre la armonización y la uniformidad de la regulación comunitaria de los mercados de instrumentos financieros se deja sentir en la evidente y notable coordinación entre el régimen tipificado en *MiFIR* y en *MiFID 2*.

Uno de los aspectos en los que se observa con mayor claridad esta coordinación es en la delimitación del ámbito de aplicación de *MiFIR*, establecida en su artículo 1, y en la que son frecuentes las remisiones a conceptos determinados en *MiFID 2*, por ejemplo en lo referente a las empresas de servicios de inversión (art. 1.2 *MiFIR*), entre otros muchos puntos. Esta delimitación se ha llevado a cabo tanto en un plano netamente objetivo como en una perspectiva subjetiva.

Desde este primer punto de vista objetivo, las cuestiones objeto de este Reglamento aparecen enumeradas en su artículo 1.1, a saber, publicación de datos sobre la negociación, comunicación de operaciones a las autoridades competentes, negociación de derivados en centros organizados, acceso no discriminatorio a los mecanismos de compensación y a la negociación con índices de referencia, poderes de intervención de las autoridades competentes y poderes en materia de controles de la gestión de posiciones y límites de las mismas, y prestación de servicios de inversión o realización de actividades de inversión por empresas de terceros países con arreglo a una decisión aplicable de la comisión en materia de equivalencia con o sin sucursal. Por lo demás, este ámbito objetivo se extenderá parcialmente, en cuanto a la aplicación de las exigencias de transparencia establecidas en el Título III *MiFIR*, a la negociación de instrumentos financieros por parte de una ESI por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de sus clientes al margen de un mercado regulado, de un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de contratación (SOC), o de

un internacionalizador sistemático, y a la conclusión de operaciones con instrumentos financieros fuera de sistemas multilaterales o internacionalizadores sistemáticos, según lo dispuesto en los párrafos segundo y tercero del artículo 1.7 *MiFID 2*, en una nueva muestra de la referida coordinación entre ambas normas.

La delimitación subjetiva comprende, con carácter general, a las referidas empresas de servicios de inversión (ESI) autorizadas de acuerdo con *MiFID 2* y a las entidades de crédito autorizadas conforme a la normativa comunitaria aplicable (la Directiva 2013/36/UE, del PE y del Consejo, de 26 de junio de 2013 [*DOUE* L 176, de 27 de junio de 2013], relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su supervisión prudencial y de las ESI, conocida como Directiva bancaria) cuando presten servicios de inversión o realicen una o varias actividades de inversión y los organismos rectores del mercado, incluidos los centros de negociación que gestione (art. 1.2 *MiFIR*); con carácter especial, este Reglamento será igualmente de aplicación a las contrapartes financieras y no financieras (tal y como se definen en los arts. 2.8 y 10.1 b del Reglamento 648/2012/UE, del PE y del Consejo, de 4 de julio de 2012 [*DOUE* L 201, de 27 de julio de 2012], relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones), a las Entidades de Contrapartida Central (ECC) y a las personas con derechos de propiedad sobre los índices de referencia, y asimismo a las empresas de terceros países que presten servicios de inversión o realicen actividades de inversión en la UE con arreglo a una decisión aplicable de la Comisión en materia de equivalencia con o sin sucursal (arts. 1.3 a 1.5 *MiFIR*). A modo de excepción, se han visto parcialmente excluidos de esta delimitación subjetiva (en concreto, de la aplicación de los arts. 8, 10, 18 y 21 *MiFIR*) los mercados regulados, los organismos rectores del mercado y las ESI en relación con una operación, si la contraparte es miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y dicha operación tiene lugar en el ejercicio de la política monetaria, cambiaria y en materia de estabilidad financiera que este miembro del SEBC esté legalmente facultado para ejercer, y siempre que dicho miembro haya notificado previamente a la contraparte que esa operación está exenta (art. 1.6 *MiFIR*). El ejercicio del resto de operaciones de inversión por parte de los miembros del SEBC se verá sometido sin más a este Reglamento (art. 1.7 *MiFIR*).

A estas operaciones y a estos sujetos les resultarán de aplicación las diferentes exigencias establecidas en *MiFIR* en cuanto a transparencia, normas de conducta, supervisión y control de las autoridades competentes, y demás materias reguladas en este Reglamento. A tales efectos, se determinan unos requisitos y principios de carácter general y omnicompreensivo en cada uno de estos puntos, y luego se precisan obligaciones más específicas en función de cada operación y cada sujeto más en concreto. Así, el régimen general de la transparencia incluye (art. 3 *MiFIR*) no sólo la información que debe ser divulgada (cotizaciones, precios de compra y venta, profundidad de las posiciones negociables a estos precios, etc.), sino el modo en que debe

hacerse pública (de manera continua en los horarios habituales de negociación, en condiciones comerciales razonables y de forma no discriminatoria), y debe ir referida a todas las fases de la negociación, antes, durante y después de la misma (arts. 12 y 13 *MiFIR*). Sobre esta base, se fijan a continuación regímenes especiales de transparencia según los tipos de instrumentos financieros (distinguiendo entre los de renta fija y renta variable, y los distintos de las acciones e instrumentos asimilados a las mismas [arts. 5 a 11 *MiFIR*]) y las clases de operadores (haciendo especial hincapié en los que actúen en mercados extrabursátiles [arts. 14 a 23 *MiFIR*], y a sus deberes de transparencia en lo relativo a la ejecución de las órdenes de sus clientes y al acceso a las cotizaciones, deberes cuyo cumplimiento habrá de ser supervisado y controlado por parte de las autoridades competentes, lo que, como ya se ha indicado, será de aplicación incluso a algunos supuestos de negociación de instrumentos financieros fuera de un mercado regulado, un SMN, un SOC o un internacionalizador sistemático, en virtud del reiterado artículo 1.7 *MiFID 2*). A mayor abundamiento, se garantiza esta transparencia mediante los deberes fijados en las normas de conducta de los operadores en estos mercados, que les obligan a tener registros de sus actividades durante un plazo de cinco años y a comunicarlas a las autoridades competentes (arts. 24 a 26 *MiFIR*); en particular, los centros de negociación y los internacionalizadores sistemáticos de órdenes deberán facilitar los datos de referencia sobre los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, o negociados en un SMN o en un SOC, tal y como se definen en *MiFID 2* (art. 27 *MiFIR*). Estas autoridades de supervisión son la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM, creada mediante Reglamento 2010/1095/CE, del PE y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010 [*DOUE* L 331, de 15 de diciembre de 2010]) y la Autoridad Bancaria Europea (ABE, creada mediante el Reglamento 2010/1093/CE, del PE y del Consejo, de la misma fecha y publicado en el mismo *DOUE* que el anterior), en relación con el seguimiento e intervención de productos financieros (arts. 39 a 43 *MiFIR*), y la AEVM y las autoridades nacionales competentes (en España, obviamente, sería la CNMV, de conformidad con la Ley 24/1988, de 28 de julio [*BOE* 181, de 29 de julio de 1988], del Mercado de Valores [LMV], con todas sus numerosas modificaciones, y que, sin duda, deberá volver a serlo en un futuro no lejano para la incorporación de *MiFID 2*), en lo tocante a las medidas nacionales de gestión y limitación de posiciones (arts. 44 y 45 *MiFIR*). Es importante destacar la necesaria coordinación que debe existir entre tales autoridades, y que se encomienda a la AEVM y a la ABE en lo referente a las autoridades nacionales competentes (arts. 43 y 44 *MiFIR*).

Finalmente, otras materias más singulares (pero asimismo relevantes) que también se han visto ponderadas en este Reglamento han sido la negociación de instrumentos financieros derivados, que sólo podrá tener lugar en un mercado regulado, en un SMN o en un SOC (arts. 28 a 34 *MiFIR*); la supresión de barreras de entrada y de actuación en los mercados de instrumentos financieros a través del acceso no discriminatorio a

los mecanismos de compensación de los instrumentos financieros, a las ECC y a los centros de negociación, a los índices de referencia de los instrumentos financieros y a las licencias de consulta de determinadas informaciones (arts. 35 a 38 *MiFIR*), y los servicios y actividades en la UE prestados o desarrollados por empresas de terceros países, que requieren que la Comisión adopte respecto de los mismos la llamada decisión de equivalencia, es decir, que se dan en esos terceros países condiciones regulatorias y de supervisión que garanticen que las empresas allí autorizadas se ven sometidas a requisitos y exigencias de efectos equivalentes a los de este Reglamento (art. 47 *MiFIR*); a su vez, ello permitirá a tales empresas ser inscritas en el registro llevado por la Comisión (arts. 48 y 49 *MiFIR*) y, así, operar en la UE (art. 46 *MiFIR*).

3. Estructura, contenidos y principales innovaciones introducidas mediante la Directiva 2014/65/UE

Las ya expuestas amplitud y complejidad de *MiFIR* corren parejas e incluso se ven superadas por las de *MiFID 2*, lo cual marcará la impronta de su necesaria incorporación a las legislaciones nacionales de los Estados miembros, en el evidente (y desde luego ambicioso) afán de las Instituciones de la UE de lograr la mayor homogeneidad posible en la regulación de los mercados de instrumentos financieros en sus diferentes aspectos objetivo, subjetivo y funcional, más allá de lo que podría esperarse en general de una actuación de armonización.

El texto de *MiFID 2* se compone de 77 artículos, estructurados en siete títulos, a saber: I.- Ámbito de aplicación y definiciones, II.- Condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, III.- Mercados regulados, IV.- Limitación de las posiciones y controles de la gestión de posiciones en derivados sobre materias primas y comunicación, V.- Servicios de suministro de datos, VI.- Autoridades competentes, y VII.- Actos delegados (en el que se contemplan asimismo los informes que la Comisión de la UE debe elaborar y presentar ante el PE y el Consejo previa consulta a la AEVM, las Disposiciones finales y las modificaciones introducidas en las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE, ya citadas); además, a todo ello se añaden cuatro Anexos en los que se desarrollan en detalle algunas de las cuestiones comprendidas en tales títulos. De este modo, y al igual que en *MiFIR*, se han abordado de antemano los conceptos fundamentales (especialmente importantes, por ser los mismos que informan también el Reglamento 600/2014/UE), se han regulado luego los contenidos objeto de armonización mediante esta Directiva, y se han dejado para el final la adopción de actos de delegación por parte de la Comisión de la UE, la entrada en vigor y los plazos de incorporación de los distintos mandatos de *MiFID 2* a los ordenamientos nacionales de los Estados miembros. Por último, sólo queda recalcar una vez más la necesaria puesta en relación de las previsiones fijadas en *MiFID 2* y en *MiFIR*, sobre todo en cuanto a las definiciones de los elementos básicos en este sector, aunque también en otros temas más puntuales, lo que confiere aun mayor importancia, si cabe, a la delimitación del ámbito de aplicación de esta Directiva, que

no afecta sólo a dicho ámbito, sino en general al régimen de los mercados de instrumentos financieros en la UE, que se ve integrado por ambas normas a modo de partes indisolubles del mismo.

El reiterado ámbito de aplicación de esta Directiva ha sido llevado a cabo de la manera más vasta posible, en una triple perspectiva, objetiva, subjetiva y de ordenación.

Desde un punto de vista objetivo, la armonización en esta materia versará sobre la autorización y las condiciones de funcionamiento de las ESI, la prestación de servicios o la realización de actividades de inversión por parte de empresas de terceros países estableciendo una sucursal; la autorización y el funcionamiento de los mercados regulados; la autorización y el funcionamiento de los proveedores de servicios de suministro de datos, y la supervisión, cooperación y ejecución efectiva por parte de las autoridades competentes (art. 1.2 *MiFID 2*). Además, también se concretan con mayor exactitud las actividades y servicios de inversión contemplados en esta Directiva (a saber, recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros, ejecución de órdenes por cuenta de clientes, negociación por cuenta propia, gestión de carteras, asesoramiento en materia de inversión, aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de los mismos sobre o sin la base de un compromiso firme y gestión de SMN o de SOC) en las Secciones A, B y D de su Anexo I, incluyendo en la segunda los servicios auxiliares (es decir, custodia y administración de instrumentos financieros por cuenta de clientes; concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros cuando la empresa prestamista participa en dicha operación; asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines; y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas, servicios de cambio de divisas relacionados con la prestación de servicios de inversión, informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros, servicios relacionados con el aseguramiento, y servicios y actividades de inversión y servicios auxiliares relativos al subyacente de determinados derivados cuando éstos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares) y en la tercera los servicios de suministro de datos (esto es, gestión de un agente de publicación autorizado [APA], gestión de un proveedor de información consolidado [PIC] y gestión de un sistema de información autorizado [SIA]). En particular, se enumeran en la Sección C de dicho Anexo de la forma más exhaustiva y omnicomprendensiva posible las distintas modalidades de instrumentos financieros, de entre las que, obviamente, destacan los valores negociables, pero llevando mucho más allá esta categoría, que abarca también los instrumentos del mercado monetario; las participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva; los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), contratos a plazo y otros contratos derivados relacionados con materias primas, variables, climáticas, gastos de transporte, tipos de inflación u otras estadísticas

económicas oficiales; instrumentos derivados para la transferencia del riesgo del crédito; contratos financieros por diferencias, y los derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE, del PE y del Consejo, de 13 de octubre de 2003 (*DOUE* L 275, de 25 de octubre de 2003), sobre el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero (con sus sucesivas y numerosas modificaciones, una de las más recientes introducida mediante el Reglamento 421/2014/UE, del PE y del Consejo, de 16 de abril de 2014 [*DOUE* L 129, de 30 abril 2014]). A mayor abundamiento, la vertiente objetiva del ámbito de aplicación de *MiFID 2* comprende igualmente los sistemas de negociación de estos instrumentos financieros, como son los mercados regulados (entre otros, arts. 36 y 37 y 44 a 56 *MiFID 2*), los SMN y los SOC (entre otros, arts. 1.7, 18 a 20 y 31 *MiFID 2*). Obviamente, las negociaciones de instrumentos financieros fuera de dichos sistemas quedan excluidas *per se* de esta armonización; por ello y para garantizar una mínima transparencia al respecto, se establece en los reiterados párrafos segundo y tercero del artículo 1.7 *MiFID 2* que determinados supuestos de tales negociaciones (en concreto, y como ya se indicó, la negociación de instrumentos financieros por cuenta propia por parte de una ESI cuando ejecuta órdenes de sus clientes al margen de un mercado regulado, un SMN, un SOC o un internacionalizador sistemático, y a la conclusión de operaciones con instrumentos financieros fuera de sistemas multilaterales o internacionalizadores sistemáticos), se verán sometidas a lo dispuesto en el Título III *MiFIR*, lo que confirma e incrementa la repetida coordinación entre estas normas.

Asimismo, resulta sumamente amplia la delimitación subjetiva del ámbito de esta Directiva, que se ha realizado atendiendo a todos los partícipes en los mercados de instrumentos financieros: de un lado (art. 1.1 *MiFID 2*), están los sujetos activos o, lo que es lo mismo, los prestadores de los diversos y numerosos servicios en estos mercados, a saber, ESI (definidas en el artículo 4.1.1 *MiFID 2* como «toda persona jurídica cuya profesión o actividad habitual consisten en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros»), organismos rectores del mercado, proveedores de servicios de suministro de datos (es decir, APA, PIC y SIA, cuyo régimen y estatuto se determinan en los arts. 59 a 66 *MiFID 2*) y empresas de terceros países que presten servicios o ejerzan actividades de inversión mediante el establecimiento de una sucursal en la UE. Además (arts. 1.3 y 1.4 *MiFID 2*) se incluyen parcialmente en la aplicación de algunos de los preceptos de esta Directiva a las entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva bancaria ya citada cuando presten o realicen uno o varios servicios o actividades de inversión (en concreto, los arts. 2.2, 9.3, 14, 16 a 20, los capítulos II y III del Título II [excepto los arts. 29.2.2, 34.2, 34.3, 35.2 a 35.6 y 35.9], 67 a 75, 80, 85, 86 *MiFID 2*), o cuando vendan a sus clientes depósitos estructurados o les asesoren al respecto (en concreto, los arts. 9.3, 14, 16.2, 16.3 y 16.6, 123 a 26, 28 y 29 [excepto su ap. 2,

párrafo 2], 30 y 67 a 75 *MiFID 2*), y a los miembros o participantes en SMN que no estén obligados a obtener autorización (en concreto, los arts. 57 y 58 *MiFID 2* en todo caso, y los arts. 17.1 a 17.6 de esta Directiva en ciertos supuestos). Con ello, se está reconociendo que algunos operadores se ven expresamente excluidos de la aplicación de esta Directiva (art. 2 *MiFID 2*), tales como, entre otros, las empresas de seguros, de reaseguro y de retrocesión autorizadas en los términos de la Directiva 2009/138/UE, del PE y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009 (*DOUE* L 335, de 17 de diciembre de 2009), sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (con sus sucesivas modificaciones, una de las más recientes introducida mediante la Directiva 2014/51/UE, del PE y del Consejo, de 16 de abril de 2014 [*DOUE* L 153, de 22 de mayo de 2014]), cuando ejerciten las actividades contempladas en esta última Directiva, las personas que presten servicios de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, filiales o a otras filiales de sus empresas matrices, o de manera accesoria en el marco de una actividad profesional reglada o sometida a un código deontológico que no excluyan dichos servicios, o cuando tales servicios consistan sólo en la gestión de sistemas de participación de los trabajadores, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, gestores de la red de transporte, depositarios centrales de valores (DCV), etc. A mayor abundamiento, se enumeran (art. 3 *MiFID 2*) otras excepciones adicionales de carácter facultativo para los Estados miembros cuando incorporen a sus ordenamientos nacionales las disposiciones de esta Directiva en lo tocante a cualquier persona respecto de la cual sea el Estado miembro de origen y sus actividades se hallen reguladas y regladas a escala nacional (art. 3.1 *MiFID 2*). Del otro lado, se encuentran los sujetos pasivos de estos mercados, esto es, el cliente (definido en el artículo 4.1.9 *MiFID 2* como «toda persona física o jurídica a quien una ESI presta servicios de inversión o servicios auxiliares», y distinguiendo entre clientes profesionales [los que se ajusten a los criterios establecidos en el Anexo II *MiFID 2*] y clientes minoristas [todos los demás que no sean clientes profesionales]).

En cuanto a la ordenación de los mercados de instrumentos financieros, la misma conlleva, como es obvio, la necesaria supervisión y control de estos mercados por parte de las autoridades competentes, que forma parte asimismo de las materias armonizadas por esta Directiva, a tenor de su Título VI (arts. 67 a 88 *MiFID 2*), puesto en relación con el Reglamento 2010/1095/CE, de creación de la AEVM, ya citado. En el plano nacional, tales autoridades serán las que designe cada Estado miembro (art. 67.1 *MiFID 2*), si bien deberá ser comunicada esta designación a la Comisión de la UE, a la AEVM y a las demás autoridades competentes en el resto de los Estados miembros, y la actuación de estas autoridades deberá someterse a los arts. 67 a 78 *MiFID 2*, en los que se regulan cuestiones tales como las competencias de supervisión (art. 69 *MiFID 2*), las infracciones y sanciones (art. 70 *MiFID 2*), el derecho de recurso y los mecanismos extrajudiciales de reclamación de los consumidores (arts. 74 y 75 *MiFID 2*), el secreto profesional y el deber de información a las autoridades competentes por

parte de los auditores de determinadas infracciones (arts. 77 y 78 *MiFID 2*), etc. Estas autoridades nacionales deberán cooperar e intercambiar información no sólo entre sí y con la AEVM (arts. 79 a 81 y 87 *MiFID 2*), sino también con terceros países (art. 88 *MiFID 2*). Una de las competencias de supervisión más inmediatas será la autorización administrativa previa de los operadores y prestadores de actividades y de servicios de inversión, de evidente carácter obligatorio para comenzar a actuar en estos mercados (art. 5 *MiFID 2*). Tal autorización se concederá o denegará mediante el procedimiento del artículo 7 de esta Directiva, y se verá condicionada al cumplimiento de un amplio elenco de requisitos, referentes tanto a la estructura interna y al gobierno corporativo de las ESI (a saber, en lo que hace a los órganos de dirección, a los accionistas y socios con participaciones cualificadas y a las propuestas de adquisición de tales participaciones [arts. 9 a 11 *MiFID 2*]), como a su financiación mediante su capital inicial (art. 15 *MiFID 2*), e igualmente a su funcionamiento (esto es, en lo tocante a su adhesión a un sistema de indemnización de los inversores autorizado [art. 14 *MiFID 2*], y a comercialización de instrumentos financieros, continuidad y regularidad de funciones, registros de operaciones, custodia de instrumentos y fondos de los clientes, sucursales, gestión de riesgos, servicios de inversión por negociación algorítmica o en el marco de un SMN o un SOC [arts. 16 a 20 *MiFID 2*]), siempre con la finalidad de garantizar la gestión sana, prudente y transparente de estas entidades. Estos requisitos deben verse satisfechos no sólo en el momento inicial de acceso a los mercados, sino durante toda su vida activa, lo que supone que la autorización pueda ser revocada de no ser así (art. 8 *MiFID 2*) y que debe producirse una revisión periódica y una supervisión continua para verificar este cumplimiento (arts. 21 y 22 *MiFID 2*). Las actuaciones de las ESI en los mercados de instrumentos financieros deberán respetar las normas de conducta tipificadas en esta Directiva, partiendo de los principios generales de honestidad, imparcialidad y profesionalidad (art. 24.1 *MiFID 2*), siempre en aras de la protección del inversor, principios que se ven desarrollados mediante la prevención de conflictos de intereses (art. 23 *MiFID 2*) y el establecimiento de reglas mucho más concretas en lo relativo a temas tales como la evaluación de idoneidad y conveniencia e información a los clientes (art. 25 *MiFID 2*), prestación de servicios a través de otras ESI (art. 26 *MiFID 2*), gestión de las órdenes de los clientes y ejecución de las mismas en las condiciones más ventajosas para aquéllos (arts. 28 y 29 *MiFID 2*), designación de agentes vinculados (art. 29 *MiFID 2*), etc. Además, se deberán cumplir las normas y obligaciones legales específicas propias de los SMN o SOC a efectos de mantener la transparencia e integridad del mercado (arts. 30 a 32 *MiFID 2*), y se introduce la posibilidad de registrar un SMN como mercado de PYME en expansión (art. 33 *MiFID 2*). Correlativamente, se enumeran los derechos de las ESI de la UE (arts. 34 a 38 *MiFID 2*), a saber, libertad de prestación de servicios y actividades de inversión, de establecimiento de sucursales, acceso a los mercados regulados por parte de ESI de otros Estados miembros, etc., a lo que se añade el régimen de prestación de servicios y actividades de inversión por

parte de ESI de terceros países, con sucursal (como suele ser lo más habitual) o sin ella, por iniciativa exclusiva de un cliente establecido o situado en la UE (arts. 39 a 43 *MiFID 2*). Del mismo modo, la admisión y el funcionamiento de los mercados regulados se ven sometidos a la supervisión de las autoridades competentes, por lo que habrán de ser autorizados por éstas, siempre que se verifiquen las exigencias a tales efectos, en especial respecto de su organización y de sus sistemas de negociación, de un lado, y de la estructura interna de sus organismos rectores y de los sistemas, de otro, y se comunicará la lista de mercados regulados en cada Estado miembro a la AEVM y al resto de autoridades nacionales (arts. 44 a 56 *MiFID 2*). Finalmente, las posiciones y controles de la gestión de posiciones en derivados sobre materias primas se ven sujetas a los límites del artículo 57 *MiFID 2* y a la obligación de comunicación de tales posiciones por categoría de titulares de posiciones del artículo 58 de esta Directiva.

4. Reflexiones finales

MiFIR y *MiFID 2* se enmarcan en un amplio y ambicioso movimiento legislativo de respuesta por parte de la UE a la crisis financiera mundial iniciada en 2008, en una actuación todavía en curso, como se desprende, por ejemplo, de otras normas en tramitación como la Propuesta de Reglamento del PE y del Consejo de 29 de enero de 2014 (Doc. [COM] 40 final, disponible en «<http://ec.europa.eu>»), sobre la notificación de las operaciones de financiación de valores y su transparencia. Su puesta en práctica efectiva no ha hecho sino comenzar, y supondrá sin duda un importante y prolongado esfuerzo de adaptación por parte de los Estados miembros y de los diversos partícipes en los mercados de instrumentos financieros, por lo que sólo resta quedar a la expectativa de cómo se lleve a cabo esta tarea a corto y medio plazo.

Luis Alberto MARCO ARCALÁ
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad de Zaragoza
lmarco@unizar.es