

La obligación de negociación de las acciones en los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos

Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

El Reglamento 600/2014 (MiFIR) establece la obligación de negociar las acciones de sociedades cotizadas en centros de negociación sometidos a supervisión administrativa, aunque prevé excepciones a esta regla general.

1. La descentralización de la negociación de acciones en la Directiva del 2004 (MiFID)

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril del 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID I) supuso la abolición del principio de concentración de la ejecución de las operaciones sobre valores en los mercados regulados en los que cotizaban y el reconocimiento de la competencia entre distintos mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (negociación multilateral) de la Unión Europea, a la par que reguló la figura del internalizador sistemático (negociación bilateral). Asimismo, consagró la descentralización de la negociación en los mercados de valores para las acciones y otros valores mobiliarios, así como la posibilidad de que los internalizadores sistemáticos dieran la contrapartida por cuenta propia a las órdenes de compra o venta que les dirigieran los inversores, internalizadores sistemáticos que, en principio, darían la contrapartida en operaciones de gran volumen.

La práctica reveló, tras la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE, la existencia de numerosas plataformas opacas de negociación (*dark pools*) en las que se negociaban valores

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

de renta fija o variable al margen de los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos sin publicidad alguna respecto al volumen y precio de negociación de las acciones. A la vista de esta situación, el Reglamento 600/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo del 2014 (en adelante, MiFIR) recoge el principio de la vis atractiva de los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación para ejecución de operaciones sobre acciones, a la par que incrementa la transparencia pre- y postnegociación respecto de los precios que debe hacer públicos el internalizador sistemático [v. art. 89 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV)].

La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo del 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II), que deroga la directiva del 2004, recoge las definiciones de ‘mercado regulado’, ‘sistema multilateral de negociación’ e ‘internalizador sistemático’ en su artículo 4.1, pero es en el Reglamento 600/2014 (MiFIR) en donde se establece la obligación de negociación de las acciones en los citados centros de negociación.

2. La obligación de negociar las acciones en centros de negociación e internalizadores sistemáticos y las excepciones previstas en el Reglamento 600/2014

El artículo 23 del Reglamento 600/2014 (MiFIR) obliga a las empresas de servicios de inversión [y, aunque no lo diga expresamente, a las entidades de crédito autorizadas para la prestación de servicios de inversión —v. art. 145 del Real Decreto Legislativo 4/2015 (TRLMV)— a negociar las acciones de las sociedades cotizadas en mercados regulados (en España, las Bolsas de valores), en sistemas multilaterales de negociación (en nuestro país, por ejemplo, el mercado alternativo bursátil —MAB—) o en un centro de negociación o mercado equivalente de un tercer país declarado como tal por la Comisión Europea en virtud de lo previsto en el artículo 25.4a de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II). También se permite la operativa bilateral a través de los internalizadores sistemáticos. Ello implica que no necesariamente una orden sobre acciones habrá de ser ejecutada por la empresa de servicios de inversión en el mercado más líquido si éste no ha sido reconocido como mercado equivalente de un tercer país por la Comisión, lo que puede plantear problemas a la hora de cumplir con el principio de mejor ejecución recogido en los artículos 221 y siguientes del Real Decreto Legislativo 4/2015 (TRLMV).

Como excepción a esta exclusividad de los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos para la negociación de acciones, el artículo 23 del MiFIR permite la realización de operaciones sobre acciones al margen de las citadas plataformas e internalizadores sistemáticos cuando esas operaciones «no sean sistemáticas, sino *ad hoc*, irregulares y ocasionales», o bien se efectúen «entre *contrapartes elegibles* y/o profesionales y no contribuyan al proceso de formación de precios».

El concepto de transacciones sobre acciones realizadas entre contrapartes elegibles e inversores profesionales que no contribuyen al proceso de formación de precios ha sido desarro-

llado por el artículo 2 del Reglamento Delegado (UE) 2017/587 de la Comisión, de 14 de julio del 2016, por el que se completa el Reglamento 600/2014 (MiFIR). Se trata de operaciones en las que la liquidez no es accesible o el intercambio de los valores viene determinado por factores distintos del precio de mercado, por ejemplo, el caso de las operaciones de financiación de valores previstas en el Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre del 2015 sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización, o el de la entrega de acciones como consecuencia del ejercicio de opciones financieras o de obligaciones convertibles, o el de operaciones de transferencia de titularidad entre instituciones de inversión colectiva sin que intervenga en la operación una empresa de servicios de inversión. También se citan en el artículo 2 del Reglamento Delegado 2017/587, entre otras, las transmisiones a título de garantía en operaciones bilaterales o como consecuencia de la ejecución de contratos sobre derivados financieros. Al considerarse que estamos ante operaciones que no influyen en el proceso de formación de precios y son típicas de inversores profesionales, se ha estimado que su realización no afecta a la integridad de los mercados y por ello pueden llevarse a cabo al margen de los centros de negociación.

Respecto al concepto de ‘inversor profesional y contraparte elegible’ —sujetos que podrían efectuar entre sí transmisiones de acciones cotizadas al margen de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación siempre que tales transmisiones no contribuyan al proceso de formación de precios—, hay que estar, en Derecho español, a los artículos 205 y 207 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV) y al artículo 58 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, que trasponen el contenido del anexo II («clientes profesionales») y del artículo 30 («contrapartes elegibles») de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II). Las contrapartes elegibles son un subtipo de la categoría de inversor profesional que coinciden, *grosso modo*, con el concepto de inversor institucional en Derecho español al que se añaden las grandes empresas a las que se refiere el apartado 2 de la sección I del Anexo II de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II). Por otra parte, debe recordarse que, al amparo de los artículos 206 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y 59 del Real Decreto 217/2008, los clientes minoristas pueden solicitar ser tratados como clientes profesionales, previa aceptación de esta consideración por la empresa de servicios de inversión, siempre que el intermediario compruebe que el inversor minorista que solicita ser tratado como profesional cumple al menos dos de los siguientes requisitos: a) que ha efectuado operaciones de volumen significativo en el mercado relevante de acciones o de instrumentos financieros similares con una frecuencia media de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; b) que el tamaño de la cartera de instrumentos financieros del cliente formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros sea superior a 500 000 euros, o c) que el cliente ocupe o haya ocupado durante al menos un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos (art. 59 RD 217/2008).

A la vista de lo expuesto, debe matizarse la vis atractiva de los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos para el intercambio de acciones

de sociedades cotizadas dadas las excepciones previstas en el propio artículo 23 del MiFIR a este principio general. Desde el momento en el que los inversores minoristas —cierto es que no todos ellos, pero al menos los que operan con cierta asiduidad en los mercados de valores y cuentan con un patrimonio mobiliario o en efectivo superior al medio millón de euros— pueden llevar a cabo operaciones sobre acciones *over the counter* (expresión traducida en la versión española de la MiFID y el MiFIR como «extrabursátiles») al margen en España de las Bolsas de valores y del mercado alternativo bursátil, o a través un internalizador sistemático. En estos casos no existe la obligación de hacer públicos los precios de las transacciones que son no sistemáticas, sino irregulares, *ad hoc* e infrecuentes.

En el Derecho español, el Real Decreto Ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, no recoge expresamente en su articulado la obligación de ejecutar las operaciones sobre acciones de sociedades cotizadas en los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o a través de un internalizador sistemático, aunque sí se refiere a esta obligación en el apartado segundo de su exposición de motivos. Introduce, además, como tipo de infracción muy grave «por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado», el incumplimiento de la obligación de negociación para las empresas de servicios de inversión «en determinados centros de negociación» recogida en el artículo 23, apartados 1 y 2 del MiFIR, esto es, en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos (art. 54.4.º RDL 21/2017), y su correlativa tipificación como infracción grave cuando no constituya la conducta infracción muy grave, en el artículo 60d de este Real Decreto Ley 21/2017.