
INFORME SOBRE “MEJOR EJECUCIÓN” DE LA RENTA VARIABLE COTIZADA ESPAÑOLA EN BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME) CON MIFID II

1. CONSULTA PLANTEADA

Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (en adelante, “BME”), ha solicitado a FinanciamReg360, S.L. (en adelante, “finReg”) un informe que explique las nuevas obligaciones que deben de cumplir los intermediarios financieros en relación con la “mejor ejecución” de la renta variable cotizada española a la luz de MiFID II¹.

En concreto, este informe pretende aclarar si, tras la fecha en la que MiFID II será exigible a las entidades, el 3 de enero de 2018, éstas deberán acudir a centros de ejecución alternativos a BME para cumplir con su obligación de “mejor ejecución” en la renta variable cotizada española.

2. RESUMEN EJECUTIVO

La “mejor ejecución” es la obligación de una entidad que opera en los mercados de instrumentos financieros de garantizar el mejor resultado posible para el cliente a la hora de intermediar y ejecutar sus operaciones.

La normativa predecesora de MiFID II, MiFID I², ya recogía la obligación de “mejor ejecución”. La “mejor ejecución” no sólo busca proteger al inversor (principalmente al minorista), sino que el objetivo del legislador europeo ya era con MiFID I, y sigue siendo con MiFID II, el mejorar el funcionamiento de los diferentes centros de ejecución. Para ello, se busca promover una mayor competencia entre éstos.

Parte de la regulación de la “mejor ejecución” de MiFID II reproduce lo ya recogido en MiFID I:

- MiFID II mantiene inalterados los factores a tener en cuenta por parte de los intermediarios para obtener el mejor resultado posible para sus clientes y, por ende, para seleccionar los centros de ejecución, siendo estos: “*el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden*”.
- MiFID II también mantiene inalterada la obligación de que, cuando se trate de órdenes de clientes minoristas, el factor a tener en cuenta para la selección de los centros de ejecución sea la “contraprestación total”, es decir, el precio del instrumento y los costes relacionados con la ejecución. Dentro de dichos costes, se incluirán, al igual que en MiFID I, las tasas del centro de ejecución y las tasas de compensación y liquidación.

¹ Por MiFID II se entiende: la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (“Directiva MiFID II”) y el Reglamento (UE) 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) 648/2012 (“Reglamento MiFIR”).

² Por MiFID I se entiende: La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (“Directiva MiFID I”), la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006 (“Directiva MiFID I de Nivel 2”).

Manteniéndose idénticos los factores para evaluar cómo puede conseguirse el mejor resultado posible para el cliente, lo que hace MiFID II es reforzar las medidas para garantizar la “mejor ejecución”, así:

- La nueva redacción de MiFID II exige a los intermediarios que pongan en marcha “medidas suficientes” para obtener el mejor resultado posible para sus clientes, en vez de “medidas razonables” y les pide además que puedan demostrar que han aplicado correctamente estas medidas para la selección de los centros de ejecución, no sólo frente a sus clientes (como ya exigía MiFID I), si no también frente a las autoridades competentes.

Esta obligación de contar con “medidas suficientes”, que puedan acreditarse, no se traduce en la necesidad de contar, para cada instrumento financiero, con distintos centros de ejecución. Puede ser una “medida suficiente” el contar sólo con uno, con dos o con un número superior de centros. La suficiencia dependerá de si efectivamente ese único centro o los seleccionados son los mejores en términos de los factores ya enumerados de “mejor ejecución” o si los distintos centros son, en virtud de esos criterios, competencia efectiva para el instrumento financiero de que se trate por ofrecer resultados similares.

- MiFID II introduce la obligación de que los intermediarios publiquen, anualmente, los cinco centros de ejecución principales respecto a cada clase de instrumento financiero en los que ejecutaron órdenes de sus clientes en el año anterior, en términos de volumen de negociación, así como información sobre la calidad de la ejecución.

Esta obligación de publicar los cinco centros principales, no se traduce tampoco en la necesidad de contar, para cada instrumento, con ese número de centros, pudiendo tener menos o sólo uno, siempre y cuando en ese o en esos centros se pudiera asegurar el mejor resultado posible para el cliente.

En virtud de todo lo anterior y en relación con la renta variable cotizada española, si BME puede garantizar la “mejor ejecución” conforme a los factores aplicables a los distintos tipos de clientes, MiFID II no obligaría a los intermediarios a conectarse a centros diferentes para negociarla.

3. INFORME DETALLADO SOBRE LA MEJOR EJECUCIÓN EN MiFID II

A los efectos de dar contestación a la cuestión planteada por BME, esto es, si con MiFID II es necesario que los intermediarios den acceso a centros alternativos a BME para la ejecución de la renta variable cotizada española, procede analizar con detalle los requerimientos de MiFID II³ sobre “mejor ejecución” y compararlos con los de MiFID I⁴ que, como se ha mencionado antes en este informe, ya recogía la obligación de buscar el mejor resultado posible para el cliente.

A. FACTORES PARA LA SELECCIÓN DE LOS CENTROS DE EJECUCIÓN PARA TODO TIPO DE LOS CLIENTES (MINORISTAS Y PROFESIONALES)

Los factores que deben de tenerse en cuenta por las entidades que intermedian órdenes de clientes a la hora de seleccionar los mejores centros de ejecución y elaborar sus políticas de mejor ejecución⁵, se mantienen inalterados en MiFID II y son, según el artículo 27.1 párrafo primero de la Directiva MiFID II de nivel 1:

- el precio
- el coste
- la rapidez
- la probabilidad de la ejecución y la liquidación
- el volumen
- la naturaleza
- cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden

Estos factores tendrán que tenerse en cuenta para todo tipo de clientes (minoristas y profesionales). Los intermediarios deberán asignar a estos factores una importancia relativa para cada tipología de clientes. En el caso específico de clientes minoristas, los intermediarios tendrán, tal y como se detalla en el punto siguiente de este informe, que cumplir el criterio de “contraprestación total” en términos de precio y costes.

La aplicación de estos factores para obtener la mejor ejecución no implica la necesidad de acudir a distintos centros de ejecución. De hecho la posibilidad de acudir a un sólo centro de ejecución se recoge *ad sensu* contrario en el propio artículo 27.1 párrafo tercero de la Directiva MiFID II que indica que “*a fin de determinar el mejor resultado posible de conformidad con el párrafo*

³ La obligación de “mejor ejecución” se recoge en el artículo 27 de la Directiva MiFID II. Asimismo, debe de tomarse también en consideración la siguiente normativa aún en tramitación que desarrolla MiFID II: (i) El artículo 64 (que desarrolla el artículo 27 de MiFID II en lo que se refiere a los criterios de ejecución óptima) del Borrador de Reglamento Delegado, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva MiFID II, 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, (ii) El artículo 65 (que desarrolla el artículo 24 de MiFID II en lo que se refiere al deber de actuar con arreglo al mejor interés del cliente para las entidades que presten el servicio de recepción y transmisión de órdenes y la gestión de carteras) del mencionado Borrador de Reglamento Delegado (ii) el artículo 66 (que desarrolla el artículo 27 de MiFID II en lo que se refiere a la política de mejor ejecución) del mencionado Borrador de Reglamento Delegado, (iii) el Borrador de RTS 27 que regula el contenido, formato y periodicidad sobre la publicación de la información de la calidad de la ejecución (una de las obligaciones de los centros de ejecución), (iv) el Borrador de RTS 28 que determina el contenido y el formato de la información que deben publicar las entidades que prestan servicios de inversión en relación con los 5 centros de negociación y de ejecución preferentes durante el año anterior y la calidad de la ejecución obtenida.

⁴ A efectos de realizar una comparación de los textos de MiFID I y MiFID II véase en **Anexo de este informe**.

⁵ Adicionalmente, sobre las políticas de “mejor ejecución” el artículo 27.7 de la Directiva MiFID II incluye, en línea con lo que establecía MiFID I, la obligación de los intermediarios de revisar anualmente si la importancia relativa otorgada a cada uno de estos factores para la selección de los centros de ejecución óptimos se ha visto modificada y, por tanto, si deben adaptar sus políticas. En este punto, se añade por MiFID II la necesidad de publicar por los centros de ejecución una revisión anual sobre la calidad de la ejecución (obligación en este caso aplicable a BME).

primero [los factores que hemos enumerado en este apartado del informe], de existir más de un centro en competencia para ejecutar una orden relativa a un instrumento financiero, al objeto de evaluar y comparar los resultados que el cliente obtendría ejecutando la orden en cada uno de los centros de ejecución aptos para ello indicados en la política de ejecución de órdenes de la empresa de servicios de inversión, las comisiones y los costes de la propia empresa de servicios de inversión que se deriven de la ejecución de la orden en cada uno de los centros de ejecución aptos para ello se tendrán en cuenta en dicha evaluación.”

Por ello, el acceso a uno o varios centros de ejecución dependerá de si hay competencia entre centros. Si la hay, parece que será necesario dar acceso a los centros en competencia. Si por el contrario en uno sólo se puede garantizar la “mejor ejecución”, será suficiente con acudir a éste.

B. FACTOR PARA LA SELECCIÓN DE LOS CENTROS DE EJECUCIÓN PARA CLIENTES MINORISTAS: “CONTRAPRESTACIÓN TOTAL”

En el artículo 27.1 de la Directiva MiFID II se incluye un párrafo segundo que indica que, para clientes minoristas, la mejor ejecución se determinará en términos de “contraprestación total”. El tener en cuenta este factor de la “contraprestación total” no es una novedad de MiFID II pues ya se recogía en MiFID I si bien, se incluía en la normativa de Nivel 2 (en concreto en el artículo 44 de la Directiva MiFID I de Nivel 2). Con MiFID II esta obligación adquiere formalmente un rango superior al regularse en la normativa de Nivel 1, si bien a efectos jurídicos, el nivel de exigibilidad es el mismo pues ambas son normas que deben transponerse a los ordenamientos de los Estados Miembros.

En virtud de MiFID I y II, a fin de garantizar que se obtenga el mejor resultado posible para el cliente minorista, en ausencia de instrucciones específicas de éste, las entidades deben tomar en consideración todos los factores que le permitan ofrecer el mejor resultado posible en relación con la “contraprestación total”, constituida por:

- “El precio del instrumento financiero; y
- *Los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las tasas del centro de ejecución, las tasas de compensación y liquidación y otras tasas pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden.”*

En relación con los costes que han de incluirse en el cálculo de la mejor ejecución en términos de “contraprestación total”, el considerando 93 de la Directiva MiFID II aclara lo siguiente:

“Entre los costes conexos a la ejecución deben figurar las comisiones u honorarios cobrados por la propia empresa de servicios de inversión al cliente a determinados fines, en los casos en que la política de ejecución de la empresa contemple más de un centro apto para la ejecución de una cierta orden. En estos casos, han de tomarse en consideración las comisiones y los costes en que pueda incurrir la empresa en los diferentes centros de ejecución, a efectos de evaluar y comparar los resultados que puede obtener el cliente en cada uno de esos centros. Sin embargo, no procede exigir a la empresa que compare los resultados que puede obtener su cliente, basándose en su propia política de ejecución y sus propias comisiones y honorarios, con los que ese mismo cliente pueda obtener a través de otra empresa de servicios de inversión que aplique una política de ejecución y una estructura de comisiones u honorarios diferentes. Del mismo

modo, tampoco procede exigir que la empresa compare las diferencias existentes entre sus propias comisiones que sean imputables a diferencias en la naturaleza de los servicios que presta a sus clientes.”

También sobre la interpretación de los costes, se puede tomar como referencia la revisión temática sobre la mejor ejecución que realizó la FCA (*Financial Conduct Authority*) en Reino Unido en julio de 2014⁶ (“**Revisión Temática de la FCA**”) que incluye un desglose de los costes que considera deberán tenerse en cuenta. La Revisión Temática de la FCA, distingue entre los costes externos explícitos y los costes internos explícitos con la siguiente redacción literal:

- *“Explicit external costs which include commissions, fees, taxes, exchange fees, clearing and settlement costs, or any other costs passed on to the client by intermediaries participating in the transaction. Explicit external costs are clearly subject to the best execution obligation.*

- *Explicit internal costs represent an investment firm’s own remuneration (including a commission or spread) for completing a transaction. These internal commissions and costs for executing an order must be taken into account in assessing where to execute the order, where there is more than one competing venue available. Thereafter, when judging whether best execution has been given on an individual transaction, firms can omit their own fees and charges from the assessment. The best execution obligation is not intended to require a firm to compare the results that would be achieved for its clients on the basis of its own commissions and fees with those of another firm’s retail commissions or fees, which may be structured differently or which may relate to differences in the nature of the services provided to clients. This means that a firm need not reduce its commission to the lowest level in the market in order to deliver best execution when dealing with retail clients.”*

Finalmente, en relación con la “mejor ejecución” en el ámbito de los clientes minoristas, los otros factores que se pueden contemplar a la hora de seleccionar el mejor centro de ejecución (esto es, los factores aplicables a todo tipo de clientes que se enumeraban en el apartado A de este informe como la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen y la naturaleza de la orden, etc.), sólo podrán tener prioridad para minoristas sobre la “*contraprestación total*” en la medida en que sean esenciales para conseguir el mejor resultado posible para el cliente.

C. NECESIDAD DE CONTAR CON MEDIDAS SUFICIENTES POR PARTE DE LOS INTERMEDIARIOS EN RELACIÓN CON LA “MEJOR EJECUCIÓN”

Los criterios a tener en cuenta para la selección de los centros de ejecución, tal y como ya se ha indicado, no se ven modificados respecto de MiFID I. Pese a que no hay cambio en los criterios, puede entenderse que se deben reforzar las medidas aplicadas para la selección de los centros de ejecución por parte de los intermediarios. Y ello porque en el artículo 27.1 párrafo primero de la Directiva MiFID II, que recoge esta obligación de los intermediarios, se cambia la redacción del precepto: En efecto, MiFID I exigía que las medidas que adopten los intermediarios para

⁶ Thematic review TR 14/13, Best execution and payment for order flow, July 2014, de la FCA – Financial Conduct Authority

garantizar la mejor ejecución fueran “razonables” y ahora MiFID II exige que estas medidas sean “suficientes”.

Los términos de “razonable” y “suficiente”, utilizados por MIFID I y MiFID II, respectivamente son conceptos jurídicos indeterminados y hasta la fecha hay poco escrito sobre qué debe entenderse como “medidas suficientes”. A efectos de interpretar este término ha de acudir a dos documentos: la Revisión Temática de la FCA sobre “mejor ejecución” publicada en 2014 y el documento de preguntas y respuesta sobre MiFID II y MiFIR (“Q&A”) publicado por la ESMA en octubre de 2016.

La Revisión Temática de la FCA explicaba que la causa de utilizar el término suficiente y no razonable era que se había observado que los intermediarios no estaban siendo lo suficientemente rigurosos en la adopción de las medidas para asegurar el mejor resultado para el cliente⁷. Esta interpretación de la FCA supone, en la práctica, la necesidad de que las entidades refuercen sus procedimientos de “mejor ejecución”.

En la misma línea se ha manifestado recientemente la ESMA en su documento de Q&A⁸ sobre MiFID II. La ESMA entiende que contar con “medidas suficientes” supone un requisito adicional para el cumplimiento de la obligación de mejor ejecución que las “medidas razonables”.

A este respecto, según la ESMA, en el diseño de sus políticas de mejor ejecución y en el establecimiento de sus sistemas y procedimientos para ejecutar órdenes, las entidades tendrán que asegurarse de que los resultados deseados se pueden lograr con éxito de forma continuada. Esto probablemente se tenga que ver reflejado en el fortalecimiento de los procedimientos y sistemas de *front-office* y de los controles para garantizar la detección de cualquier deficiencia potencial en las medidas de mejor ejecución. Por tanto, las entidades no sólo tendrán que evaluar la calidad de ejecución obtenida en cada caso, sino también la calidad y la pertinencia de sus

⁷ FSA en su Revisión Temática indica: “[...] we have identified failings, they are in relation to the steps that firms have taken to obtain best execution on a consistent basis, rather than for individual transactions. Overall, very few firms could provide evidence that the steps they were taking were sufficiently rigorous to consistently obtain the best possible result for their clients.”

⁸ Q&A ESMA: “MIFID I required firms to “take all reasonable steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order”. MiFID II now instead requires firms to “take all sufficient steps to obtain, when executing orders, the best possible result for their clients taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement, size, nature or any other consideration relevant to the execution of the order”.

Whilst firms remain subject to the same overarching obligation to obtain the best possible results on a consistent basis when executing client orders, the requirement for “sufficient” steps sets a higher bar for compliance than “reasonable” steps.

When designing their execution policies and establishing their execution arrangements, firms will have to ensure that the intended outcomes can be successfully achieved on an on-going basis. This is likely to involve the strengthening of front-office accountability and systems and controls according to which firms will ensure that their detection capabilities are able to identify any potential deficiencies. This will require firms to monitor not only the execution quality obtained but also the quality and appropriateness of their execution arrangements and policies on an ex-ante and ex-post basis to identify circumstances under which changes may be appropriate. An example of ex-ante monitoring would be to ensure that the design and review process of policies is appropriate and takes into account new services or products offered by the firms. Accordingly, an ex-post monitoring may be to check whether the firm has correctly applied its execution policy and if client instructions and preferences are effectively passed along the entire execution chain when using smart orders routers or any other means of execution.

Firms’ processes might involve some combination of front office and compliance monitoring and could use systems that rely on random sampling or exception reporting. There should be channels in place to ensure that the results of ongoing execution monitoring are escalated to senior management and/or relevant committees, and fed back into execution policies and arrangements to drive improvements in the firm’s processes.”

procedimientos y políticas sobre una base *ex-ante* y *ex-post* para identificar circunstancias que determinen cambios necesarios en las mismas.

Según la ESMA un ejemplo de control *ex-ante* sería asegurar que el diseño y el proceso de revisión de la política de mejor ejecución es adecuada y tiene en cuenta los nuevos servicios o productos ofrecidos por la entidad. Por otro lado, un control *ex post* puede ser comprobar si la entidad aplica correctamente en la práctica su política de mejor ejecución y si se tienen en cuenta de manera efectiva las instrucciones y las preferencias de los clientes a lo largo de toda la cadena de ejecución al utilizar procedimientos de ejecución automáticos o cualquier otro medio de ejecución.

Este refuerzo en los procedimientos de los intermediarios podría implicar por tanto una combinación de los controles en *front-office* y de la vigilancia de cumplimiento, pudiendo utilizarse sistemas basados en un muestreo aleatorio o informes de excepción.

Por último, la ESMA establece que deben implementarse canales específicos para asegurar que los resultados del seguimiento de la ejecución en curso se escalan a la alta dirección y/o a comités pertinentes, y se actualizan correctamente las políticas de mejor ejecución de forma que se impulsen las mejoras en los procesos de la entidad.

A la vista de estos documentos, la nueva redacción que exige contar con "medidas suficientes" y no sólo con "medidas razonables" no se traduce en la necesidad de contar, para cada instrumento financiero, con distintos centros de ejecución. Puede ser una "medida suficiente", siempre que se fortalezcan los procedimientos de *front office* y *compliance*, el contar sólo con uno, con dos o con un número superior de centros. La suficiencia dependerá de si efectivamente ese único centro es el mejor en términos de los factores ya enumerados de "mejor ejecución" o si los distintos centros son, en virtud de esos criterios, competencia efectiva para el instrumento financiero de que se trate por ofrecer resultados similares.

D. NECESIDAD DE DEMOSTRAR LA MEJOR EJECUCIÓN A LOS CLIENTES Y A LA AUTORIDAD COMPETENTE

En MiFID II se incrementan las obligaciones de justificar, por parte de las entidades, la "mejor ejecución". Las entidades tienen ahora la necesidad de poder demostrar, no sólo a los clientes que lo soliciten, sino también a la autoridad competente que lo requiera, que han aplicado las medidas idóneas de mejor ejecución y que, por tanto, en todos los casos puedan justificar que se ha obtenido el mejor resultado para el cliente (artículo 27.8 de la Directiva MiFID II).

Este refuerzo de la obligación de demostrar la mejor ejecución tampoco implica que se deba dar acceso a un número determinado de centros de ejecución.

E. PUBLICACIÓN DE LOS CINCO PRINCIPALES CENTROS DE EJECUCIÓN DE ÓRDENES

Una de las principales novedades de MiFID II en relación con el ámbito de la "mejor ejecución" es que las entidades tienen la obligación de resumir y publicar, con periodicidad anual respecto a cada clase de instrumento financiero, los cinco principales centros de ejecución de órdenes,

en términos de volúmenes de negociación, en los que ejecutaron órdenes de clientes en el año anterior, así como información sobre la calidad de la ejecución obtenida.

Esta obligación de publicar los cinco principales centros de ejecución de órdenes, no significa que obligatoriamente una entidad tenga que acudir como mínimo cinco centros para cada tipología de instrumento financiero. De hecho, un intermediario podría tener sólo un centro de ejecución para una clase de instrumento financiero si éste claramente representa la mejor alternativa para ofrecer a los clientes “la mejor ejecución”.

En esta línea, se expresaba la ESMA en su asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre la implementación de MiFID II y MiFIR⁹. En este documento la ESMA indicaba que: *“An investment firm that executes orders or transmits or places orders with other entities for execution can include a single execution venue or entity in its policy if it is able to show that this allows it to satisfy the overarching best execution requirement. The investment firm shall reasonably expect that the execution venue or entity it selects will enable it to obtain results for its clients that are at least as good as the results that it reasonably could expect from using alternative execution venues or entities. This reasonable expectation must be supported by relevant data or information published under Article 27 of MiFID II or by other internal analysis conducted by the investment firm.”*

Por ello, si un intermediario financiero puede demostrar que un único centro de ejecución le permite cumplir con sus obligaciones de “mejor ejecución”, no es necesario que acuda a centros alternativos¹⁰.

Esta posibilidad de acudir a un solo centro ha sido confirmada por la ESMA en su actualización de diciembre de 2016 del documento de preguntas y respuestas (Q&A) sobre MiFID II y MiFIR para el ámbito de protección al inversor. Sobre el asunto de la mejor ejecución establece que no existe prohibición para que las entidades utilicen un único centro de ejecución. No obstante, considera que, dada la proliferación de nuevos centros, será necesario que las entidades revisen regularmente los centros de ejecución para determinar si existen o no mercados alternativos (teniendo en cuenta la nueva información pública sobre los centros de ejecución preferentes y la calidad de la ejecución; realizando muestras de mercado y comparativas de ejecución incluyendo las variables de coste-beneficio; etc.). Añade ESMA que las entidades que utilicen un único centro de ejecución no están eximidas de seguir realizando una continua monitorización de la calidad de la ejecución y utilizar siempre el procedimiento que asegure el mejor interés del cliente.

4. CONCLUSIÓN

En conclusión, para aquellos instrumentos financieros en los que haya competencia entre centros de ejecución, se tendrá que dar acceso simultáneo a éstos para poder ofrecer siempre la “mejor ejecución” a los clientes. La necesidad de acudir a uno o varios centros de ejecución (y el número de centros a los que acudir) vendrá determinada por la competencia entre centros. De esta forma, si hay competencia entre varios centros, será razonable entender como “medida suficiente” el tener acceso a los diferentes centros en competencia y que esos mismos sean los que se publiquen anualmente. En caso de que exista un centro que permita, para toda la tipología de

⁹ Documento de asesoramiento técnico de la ESMA a la Comisión Europea publicado el 19 de diciembre de 2014.

clientes y operaciones sobre un instrumento, garantizar el mejor resultado posible, con acudir a él y publicar éste anualmente será suficiente, tal y como ha establecido la ESMA.

En virtud de todo lo anterior y en relación con la renta variable cotizada española, si BME puede garantizar la “mejor ejecución” conforme a los factores aplicables a los distintos tipos de clientes, MiFID II no obligaría a los intermediarios a conectarse a centros diferentes para negociarla.

En Madrid, a 20 de febrero de 2017,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Sara Gutiérrez Campiña", written over a horizontal line.

Sara Gutiérrez Campiña
FINANCIALREG 360, S.L.

Cuanto antecede, salvo error u omisión involuntarios, constituye nuestra opinión sobre el tema de referencia, con arreglo a nuestro leal saber y entender, sin perjuicio de cualquier otra opinión mejor fundada en derecho que pudiera contradecir las conclusiones alcanzadas.

ANEXO 1: COMPARATIVA “MEJOR EJECUCIÓN” MIFID I VS MIFID II

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
Art 21 Directiva MiFID I Nivel 1 artículo 44 Directiva MiFID I de Nivel 2	Art 27
Obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente.	Obligación de ejecutar las órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente
<p>Artículo 21.1. Directiva MiFID I Nivel 1: Los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de inversión adopten todas las <i>medidas razonables</i> para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica</p>	<p>1. Los Estados miembros exigirán que, al ejecutar órdenes, las empresas de servicios de inversión adopten todas las <i>medidas suficientes</i> para obtener el mejor resultado posible para sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de servicios de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica.</p>
<p>Artículo 44 de la Directiva MiFID I de Nivel 2: Cuando una empresa de inversión ejecute una orden por cuenta de un cliente minorista, el resultado óptimo se determinará en términos de contraprestación total, compuesto por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las tasas del centro de ejecución, las tasas de compensación y liquidación y otras tasas pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden.</p>	<p>Cuando una empresa de servicios de inversión ejecute una orden por cuenta de un cliente minorista, el mejor resultado posible se determinará en términos de contraprestación total, considerando el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las tasas del centro de ejecución, las tasas de compensación y liquidación y otras tasas pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden.</p>

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
<p>Artículo 44 de la Directiva MiFID I de Nivel 2: A fin de determinar si la ejecución es óptima, siempre que exista más de un centro en competencia para ejecutar una orden en relación con un determinado instrumento financiero, al objeto de evaluar y comparar los resultados que el cliente puede obtener según la orden se ejecute en uno u otro de los centros considerados en la política de ejecución de órdenes de la empresa como aptos para la ejecución de esa orden, en esa evaluación se tomarán en consideración las comisiones y los costes de la propia empresa que se deriven de la ejecución de la orden en los diferentes centros aptos para ello.</p>	<p>A fin de determinar el mejor resultado posible de conformidad con el párrafo primero, de existir más de un centro en competencia para ejecutar una orden relativa a un instrumento financiero, al objeto de evaluar y comparar los resultados que el cliente obtendría ejecutando la orden en cada uno de los centros de ejecución aptos para ello indicados en la política de ejecución de órdenes de la empresa de servicios de inversión, las comisiones y los costes de la propia empresa de servicios de inversión que se deriven de la ejecución de la orden en cada uno de los centros de ejecución aptos para ello se tendrán en cuenta en dicha evaluación.</p>
	<p><i>2. Una empresa de servicios de inversión no percibirá ningún tipo de remuneración, descuento o beneficio no monetario por dirigir órdenes de clientes a un concreto centro de negociación o de ejecución que infrinja los requisitos en materia de conflictos de intereses o de incentivos establecidos en el apartado 1 del presente artículo, en el artículo 16, apartado 3, y en los artículos 23 y 24.</i></p>
	<p><i>3. Los Estados miembros exigirán que, para los instrumentos financieros sujetos a la obligación de negociación prevista en los artículos 23 y 28 del Reglamento (UE) no 600/2014, cada centro de negociación y cada internalizador sistemático, y, para los demás instrumentos financieros, cada centro de ejecución ponga a disposición del público, sin coste alguno y con periodicidad como mínimo anual, los datos relativos a la calidad de la ejecución de las operaciones en dicho centro, y que, tras la ejecución de una operación por cuenta de un cliente, la empresa de servicios de inversión deberá comunicar al cliente el centro en el que se ha ejecutado la orden. Los informes periódicos incluirán datos detallados sobre el precio, los costes, la velocidad y la probabilidad de ejecución de los diferentes instrumentos financieros.</i></p>

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
<p>Artículo 21.2. Directiva MiFID I Nivel 1: Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que establezcan y apliquen medidas efectivas para cumplir lo dispuesto en el apartado 1. En particular, los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión establezcan y apliquen una política de ejecución de órdenes que les permita obtener para las órdenes de sus clientes el mejor resultado posible de conformidad con el apartado 1.</p>	<p>4. Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que establezcan y apliquen medidas efectivas para cumplir lo dispuesto en el apartado 1. En particular, los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión establezcan y apliquen una política de ejecución de órdenes que les permita obtener para las órdenes de sus clientes el mejor resultado posible de conformidad con el apartado 1.</p>
<p>Artículo 21.3. Directiva MiFID I Nivel 1: La política de ejecución de órdenes incluirá, con respecto a cada clase de instrumentos, información sobre los distintos centros en que la empresa de inversión ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del centro de ejecución. Incluirá como mínimo los centros en que la empresa de inversión puede obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes.</p>	<p>5. La política de ejecución de órdenes incluirá, con respecto a cada clase de instrumentos <i>financieros</i>, información sobre los distintos centros en que la empresa de servicios de inversión ejecute las órdenes de sus clientes y los factores que influyan en la elección del centro de ejecución. Incluirá como mínimo los centros en que la empresa de servicios de inversión puede obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes.</p>
<p>Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que proporcionen a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo de sus clientes respecto de la política de ejecución.</p>	<p>Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que proporcionen a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes. <i>Dicha información explicará con claridad, con el suficiente detalle y de una manera que pueda ser comprendida fácilmente por los clientes, cómo ejecutará la empresa las órdenes para el cliente.</i> Los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión obtengan el consentimiento previo de sus clientes respecto de la política de ejecución de órdenes.</p>

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
<p>Los Estados miembros exigirán que, en caso de que la política de ejecución de órdenes prevea la posibilidad de que las órdenes de los clientes puedan ejecutarse al margen de un mercado regulado o un SMN, la empresa de inversión informe de esta posibilidad a sus clientes o posibles clientes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo y expreso de sus clientes antes de proceder a ejecutar sus órdenes al margen de un mercado regulado o un SMN. Las empresas de inversión podrán obtener dicho consentimiento en forma de acuerdo general o para cada operación.</p>	<p>Los Estados miembros exigirán que, en caso de que la política de ejecución de órdenes prevea la posibilidad de ejecutar las órdenes de los clientes fuera de un centro de negociación, la empresa de servicios de inversión informe de dicha posibilidad a sus clientes. Los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión obtengan el consentimiento previo y expreso de sus clientes antes de proceder a ejecutar sus órdenes fuera de un centro de negociación. Las empresas de servicios de inversión podrán obtener dicho consentimiento en forma de acuerdo general o para cada operación.</p>
	<p><i>6. Los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión que ejecuten órdenes de clientes resuman y publiquen con periodicidad anual, respecto a cada clase de instrumento financiero, los cinco principales centros de ejecución de órdenes, en términos de volúmenes de negociación, en los que ejecutaron órdenes de clientes en el año anterior, así como información sobre la calidad de la ejecución obtenida.</i></p>
<p>Artículo 21.4. Directiva MiFID I Nivel 1: Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión supervisen la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes con objeto de detectar y, en su caso, corregir cualquier deficiencia. En particular, comprobarán periódicamente si los centros de ejecución incluidos en la política de ejecución de órdenes proporcionan los mejores resultados posibles para el cliente o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución. Los Estados miembros exigirán a las empresas de inversión que notifiquen a los clientes cualquier cambio importante en sus sistemas o en su política de ejecución de órdenes.</p>	<p>7. Los Estados miembros exigirán que las empresas de servicios de inversión que ejecuten órdenes de clientes supervisen la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes con objeto de detectar y, en su caso, corregir cualquier deficiencia. En particular, comprobarán periódicamente si los centros de ejecución incluidos en la política de ejecución de órdenes proporcionan los mejores resultados posibles para el cliente o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución, teniendo en cuenta, entre otras cosas, la información publicada en aplicación de lo dispuesto en los apartados 3 y 6. Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que notifiquen a los clientes con los que tengan una relación profesional estable cualquier cambio importante en sus sistemas o en su política de ejecución de órdenes.</p>

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
<p>Artículo 21.5. Directiva MiFID I Nivel 1: Los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión puedan demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa.</p>	<p>8. Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que puedan demostrar a sus clientes, a petición de éstos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa, <i>y que puedan demostrar a la autoridad competente que lo solicite su cumplimiento de lo dispuesto en el presente artículo.</i></p>
<p>Artículo 21.6. Directiva MiFID I Nivel 1: Para asegurar la necesaria protección a los inversores, el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados y la aplicación uniforme de los apartados 1, 3 y 4, la Comisión adoptará medidas de ejecución con respecto a:</p> <p>a) los criterios para determinar la importancia relativa de los distintos factores que, con arreglo al apartado 1, pueden tenerse en cuenta para determinar el mejor resultado posible teniendo presentes el volumen y el tipo de orden, así como si el cliente es particular o profesional;</p> <p>b) los factores que puede tener en cuenta una empresa de inversión a la hora de revisar sus sistemas de ejecución y las circunstancias en las cuales podría ser adecuado modificar dichos sistemas, y en particular, los factores para determinar los centros que permiten a las empresas de inversión obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes;</p> <p>c) la naturaleza y la amplitud de la información que ha de facilitarse a los clientes acerca de sus políticas de ejecución, de conformidad con el apartado 3.</p> <p><i>Las medidas mencionadas en el párrafo primero, destinadas a modificar elementos no esenciales de la presente Directiva, completándola, se adoptarán con arreglo al procedimiento de reglamentación con control contemplado en el artículo 64, apartado 2.</i></p>	<p>9. La Comisión estará facultada para adoptar actos delegados de conformidad con el artículo 89 con respecto a:</p> <p>a) los criterios para determinar la importancia relativa de los distintos factores que, con arreglo al apartado 1, pueden tenerse en cuenta para determinar el mejor resultado posible teniendo presentes el volumen y el tipo de orden, así como si el cliente es particular o profesional;</p> <p>b) los factores que puede tener en cuenta una empresa de servicios de inversión a la hora de revisar sus sistemas de ejecución y las circunstancias en las cuales podría ser adecuado modificar dichos sistemas, y en particular, los factores para determinar los centros que permiten a las empresas de servicios de inversión obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes;</p> <p>c) la naturaleza y la amplitud de la información que ha de facilitarse a los clientes acerca de las políticas de ejecución, de conformidad con el apartado 5.</p>

Directiva MiFID I (Nivel 1 y 2)	Directiva MiFID II
	<p><i>10. La AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para determinar:</i></p> <p><i>a) el contenido específico, el formato y la periodicidad de los datos relativos a la calidad de ejecución que deberán publicarse de conformidad con el apartado 3, atendiendo al tipo de centro de ejecución y al tipo de instrumento financiero de que se trate;</i></p> <p><i>b) el contenido y el formato de la información que deberán publicar las empresas de servicios de inversión de conformidad con el apartado 6, párrafo segundo.</i></p> <p><i>La AEVM presentará a la Comisión estos proyectos de normas técnicas de regulación a más tardar el 3 de julio de 2015.</i></p> <p><i>Se otorgan a la Comisión los poderes para adoptar actos delegados en lo referente a las normas técnicas de regulación a que se refiere el párrafo primero con arreglo a los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) no 1095/2010.</i></p>