

# EL IMPACTO DE MIFID II SOBRE LA BOLSA ESPAÑOLA

---

29 Noviembre, 2016



AURIGA GLOBAL INVESTORS  
SOCIEDAD DE VALORES, S.A.

---

Cuesta del Sagrado Corazón 6-8, 28016 Madrid  
Telf.: 913 244 200 – Fax: 913 244 204



# Índice

---

**1**

¿UN NUEVO BIG BANG EN  
2017?

**2**

EL IMPACTO EN LOS MERCADOS:  
LA FRAGMENTACIÓN

**3**

EL CASO ESPAÑOL

**4**

EL IMPACTO EN LAS  
COTIZADAS

**5**

EL IMPACTO EN LOS GESTORES DE  
INVERSIÓN E INTERMEDIARIOS

**6**

LA SOLUCIÓN

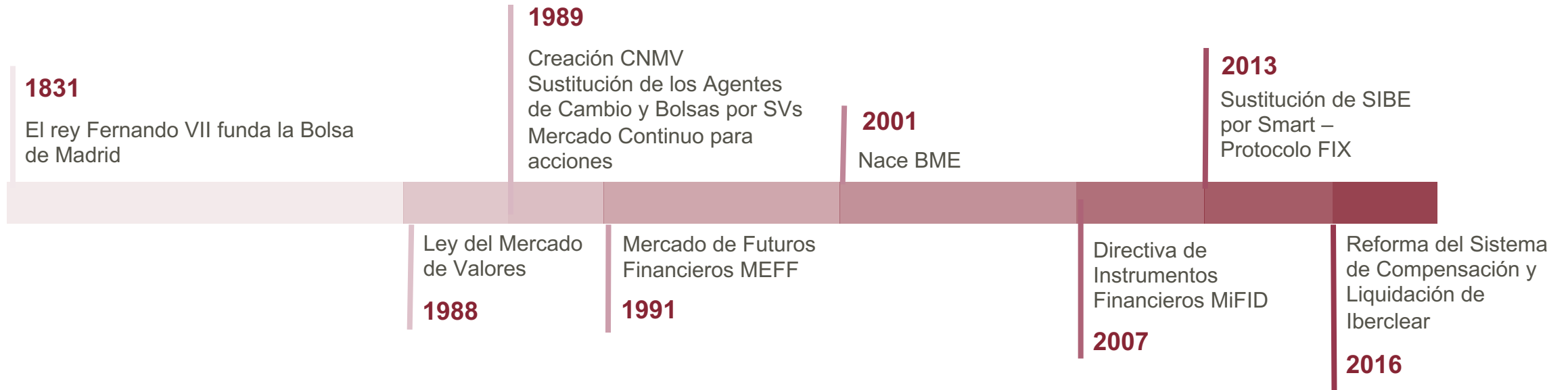
**7**

CONCLUSIONES

# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?

La Bolsa española afronta en 2017 un año decisivo que va a suponer una revolución...

## HITOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA



...para los mercados, las empresas cotizadas, los intermediarios, los gestores y los inversores

# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?

---

Existe una diversidad de factores que están creando un nuevo terreno de juego...

REGULACIONES  
MiFID I y II

NUEVOS PLAYERS Y  
PLATAFORMAS

NUEVAS  
TECNOLOGÍAS



...en el que confluyen varios elementos que marcan el futuro de la industria de la inversión

MAYOR  
COMPETENCIA

MAYOR  
TRANSPARENCIA

PROTECCIÓN  
INVERSOR

# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?



# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?

---

## ¿QUÉ SIGNIFICA LA **MEJOR EJECUCIÓN**?

Es un requerimiento que obliga a los intermediarios a ejecutar sus órdenes para sus clientes teniendo en cuenta los siguientes 7 FACTORES:

- 1) Precio del instrumento financiero
- 2) Costes de la ejecución
- 3) Rapidez de la ejecución
- 4) Probabilidad de ejecución y liquidación
- 5) Tamaño de la orden
- 6) Naturaleza de la orden
- 7) Cualquier otra consideración relevante para la ejecución de la orden

# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?

---

## ¿QUÉ CAMBIA A PARTIR DE ENERO DE 2018?

Deja de ser un deseo para convertirse en una realidad exigible y demostrable

**Todos los gestores de inversión tendrán que demostrar que han cumplido con la MEJOR EJECUCIÓN, con un reporte oficial y público para los clientes, que identifique las CINCO MEJORES PLATAFORMAS DE CONTRATACIÓN (5 TOP VENUES) utilizadas el año previo para cada instrumento financiero**

*DIRECTIVA 2014/65/EU DEL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DEL 15 DE MAYO DE 2014 SOBRE MIFID II:*

*Art. 97 "La información proporcionada por las firmas de inversión a los clientes a veces es muy genérica y no les permite entender cómo se ejecuta una orden (...). Con el fin de mejorar la protección del inversor, es apropiado especificar los principios relativos a la información proporcionada por las empresas de inversión a sus clientes sobre la política de ejecución y exigirles a estas firmas hacer públicos, con carácter anual y para cada tipo de instrumento financiero, los cinco mejores "execution venues", donde se ejecutaron órdenes de clientes en el año anterior (...) y la información publicada por los centros de ejecución sobre la calidad de ejecución en sus políticas de "best execution".*

# 1 ¿Un nuevo Big Bang en 2017?

---

La aplicación de la Best Execution o Mejor Ejecución impacta de forma directa y muy profunda en toda la industria de la inversión, con especial incidencia en:

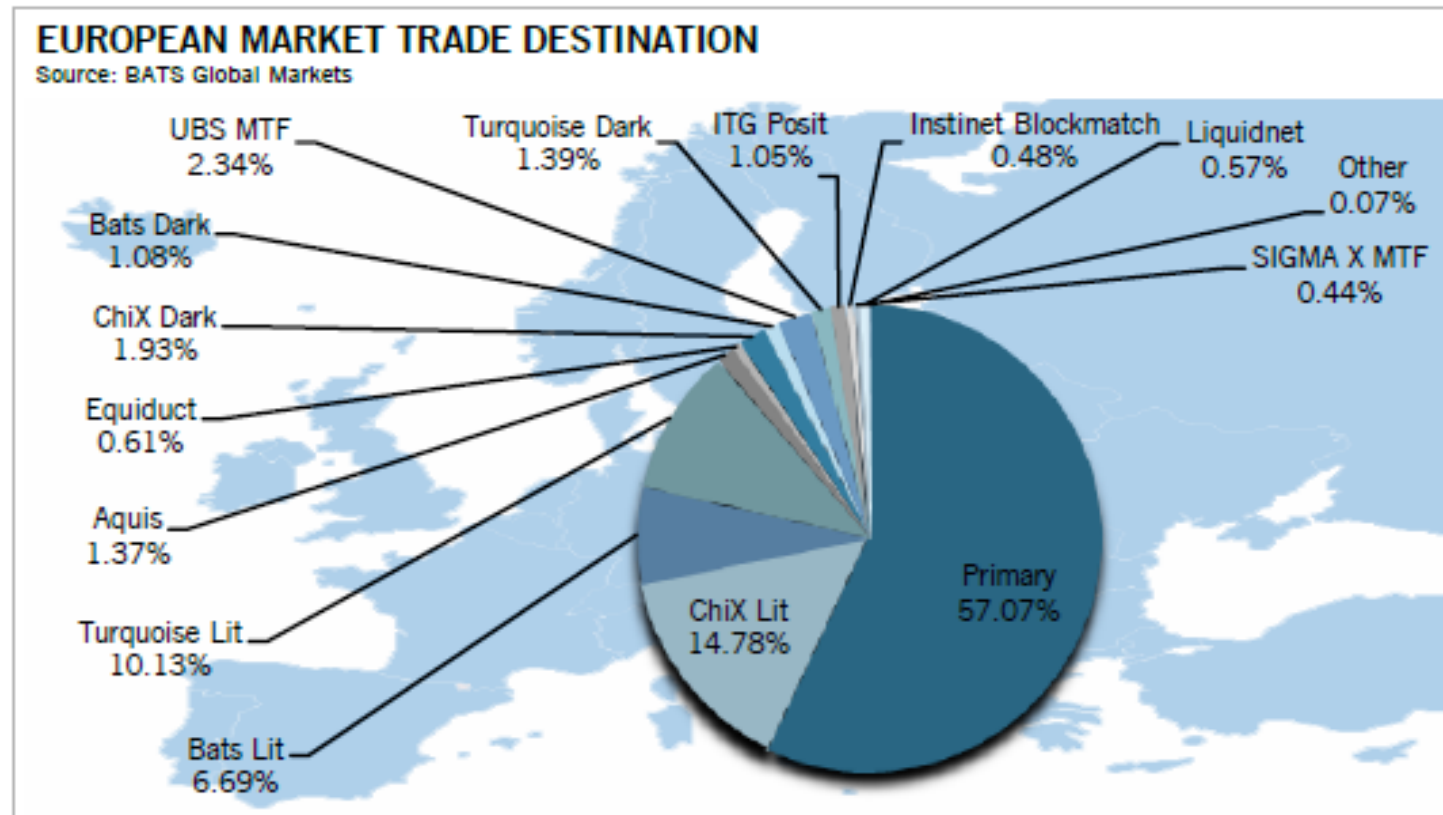
- 1) Mercados y Sistemas de Contratación
- 2) Empresas cotizadas
- 3) Intermediarios (SV y AV)
- 4) Gestores de fondos y carteras, banqueros privados, family offices, etc.

Con un objetivo clave: la protección del inversor



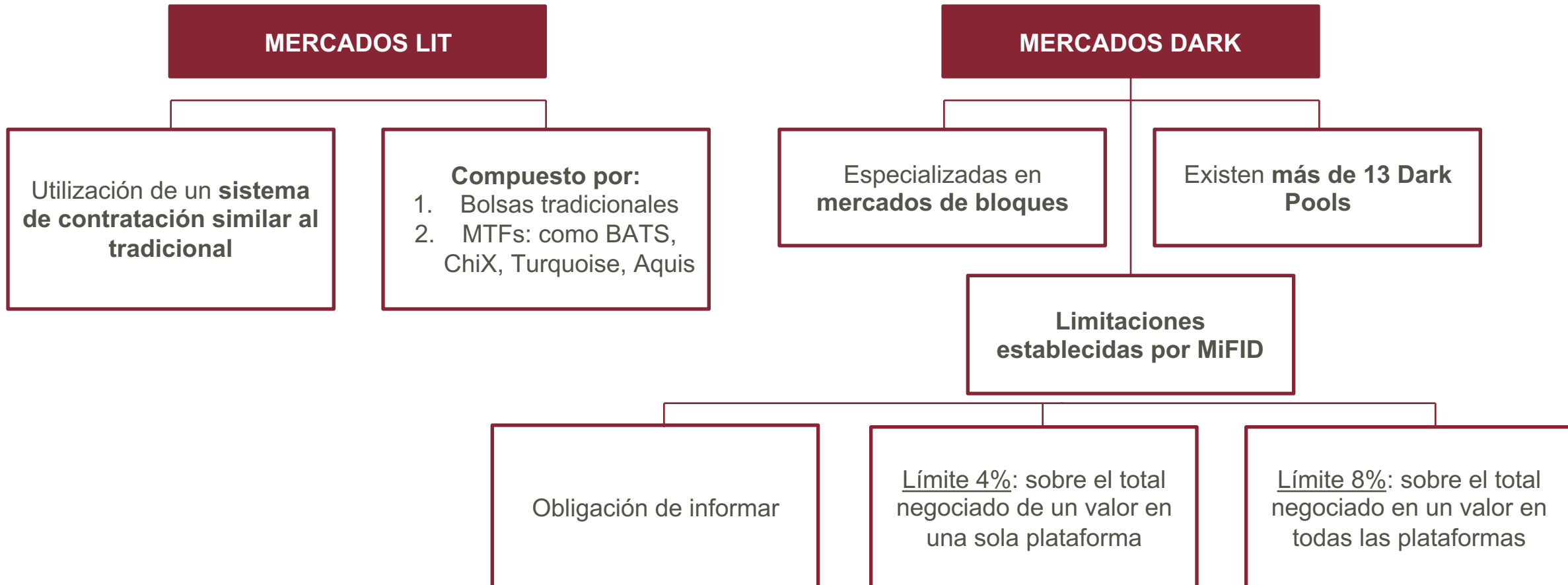
## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

Los mercados 'oficiales' en Europa han perdido más del 40% de la contratación de los valores de sus países. El resto se negocia en plataformas alternativas



## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

¿Quiénes son los protagonistas de la fragmentación?



## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

### ¿Qué pasa en EEUU?

EEUU es el mercado pionero en fragmentación, desde la introducción de *Regulation National Market System (RNMS)* en 2005.

**DE MEDIA, EL 30% DE LA  
CONTRATACIÓN SE REALIZA EN  
OTC CON TRANSPARENCIA DE  
PRECIOS**

**36 SISTEMAS ALTERNATIVOS DE  
NEGOCIACIÓN REGISTRADOS EN  
LA SEC**

#### FRAGMENTACION EN LA CONTRATACION BURSATIL EN EL MERCADO USA – OCT 2016

##### 13 LIT MARKET

<i>Grupo NYSE</i>	<i>% del Mercado</i>
NYSE (N)	13,21%
NYSE Arca (P)	10,24%
NYSE MKT (A)	0,19%
<i>Grupo NASDAQ</i>	
NASDAQ (Q)	13,24%
NASDAQ BX (B)	2,65%
NASDAQ PSX (X)	0,96%
<i>Grupo BATS</i>	
EDGX (K)	7,03%
BATS BZX (Z)	6,44%
BATS BYX (Y)	4,43%
EDGA (J)	2,59%
IEX (V)	1,77%
CHX (M)	0,42%
NSX (C)	0,01%

##### Dark Pools, Sistemas Alternativos y más de 200 brokers

<i>Sistemas de reporte de operaciones FINRA &amp; TRF</i>	<i>% del Mercado</i>
NASDAQ (DQ)	33,86%
NYSE (DN)	2,94%
ADF (D)	0,00%

**100.00%**

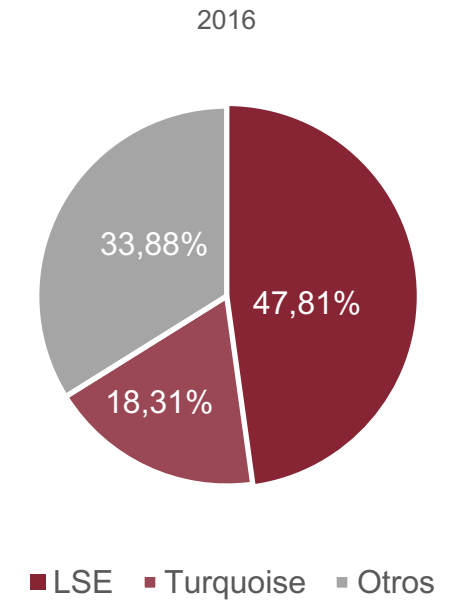
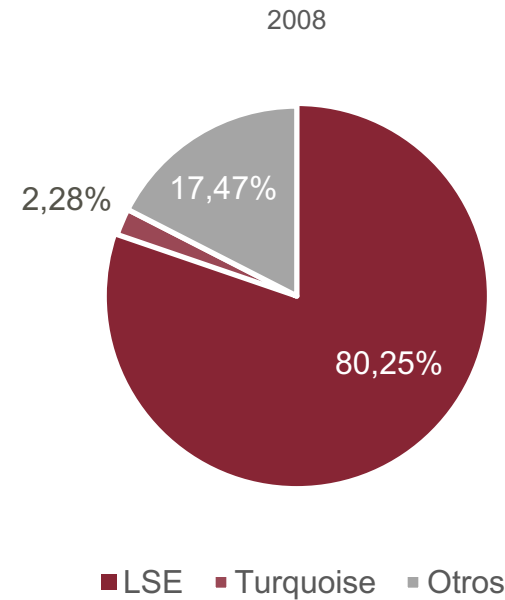
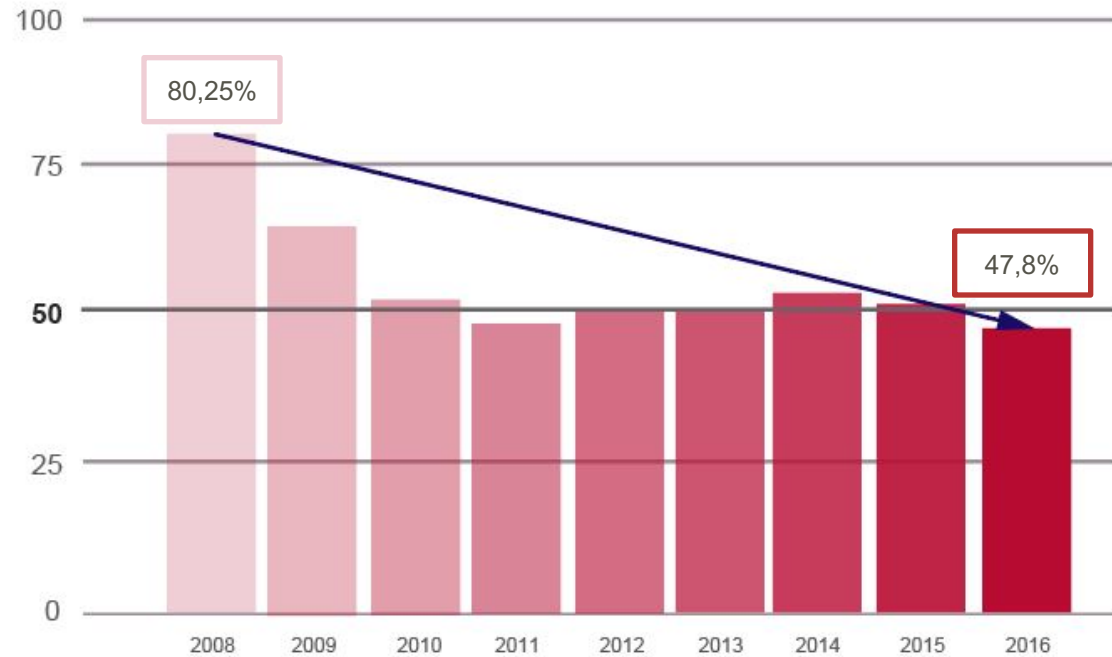
(Fuente SEC y BATS)

## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

### LSE, la pionera en Europa

Ya desde 2010, en torno al 50% se negocia fuera de London Stock Exchange (LSE). Fue la primera Bolsa oficial impactada por la fragmentación y reaccionó adquiriendo Turquoise en 2013

#### EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES FTSE-100 (REINO UNIDO)



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

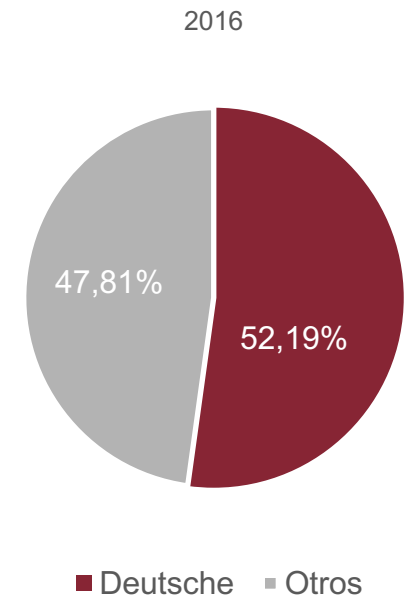
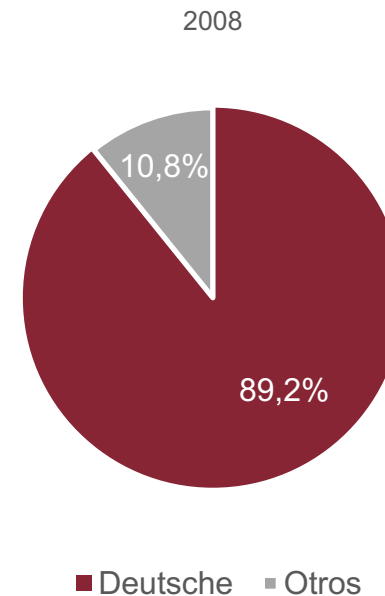
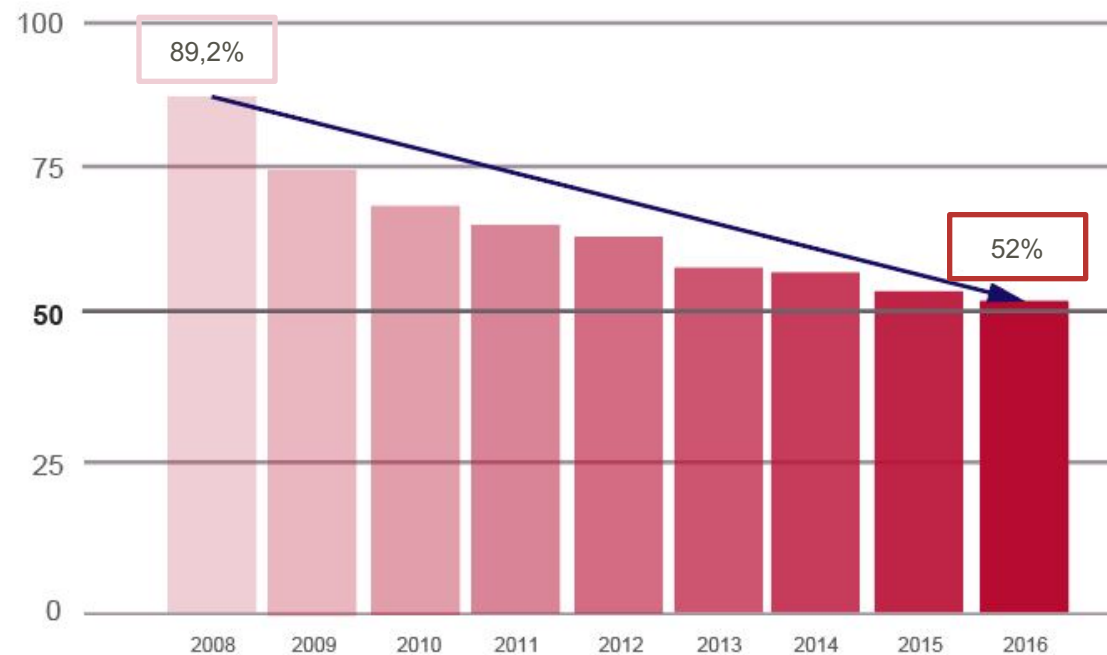
(Source Fidessa y elaboración propia)

## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

**El DAX también reduce a casi al 50% su contratación en la bolsa oficial, aunque un poco más tarde que la LSE**

Principales mercados europeos: **DAX-30**

### EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES DAX-30 (ALEMANIA)



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

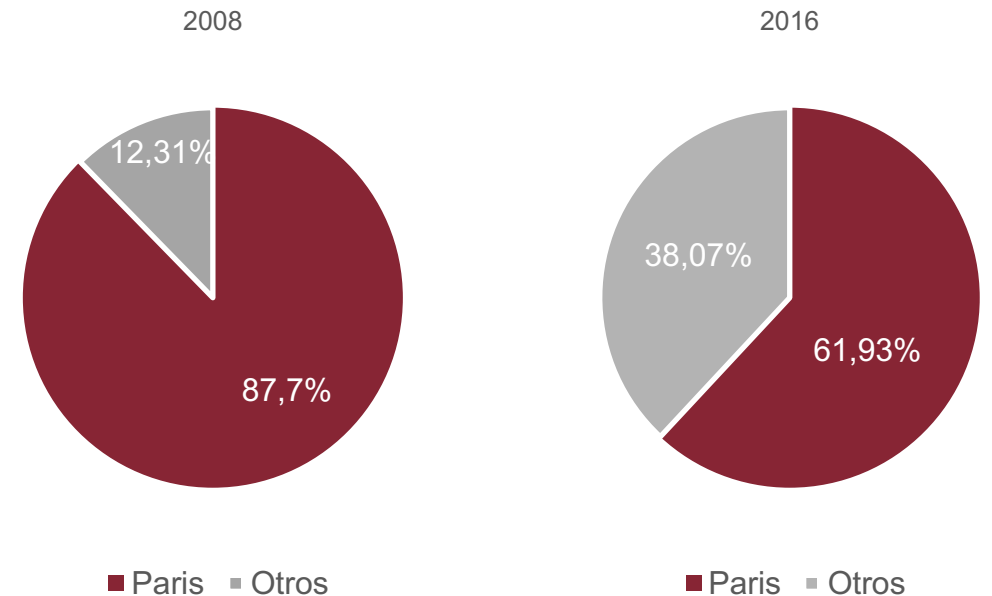
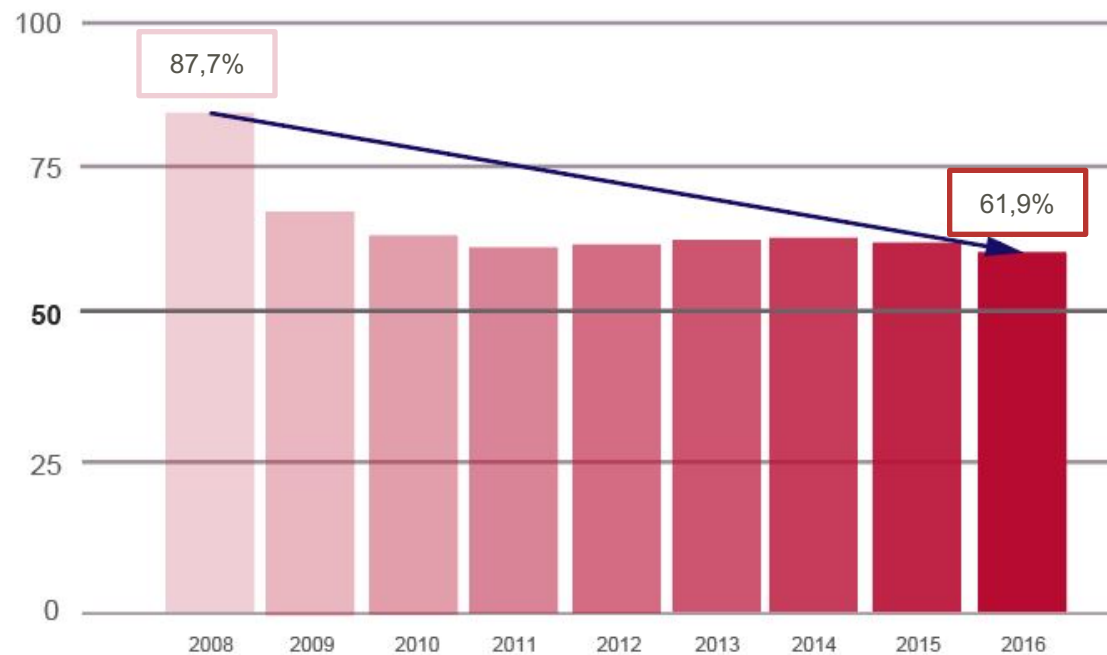
(Source Fidessa y elaboración propia)

## 2 El impacto en los mercados: la fragmentación

**La Bolsa de París defiende algo mejor su territorio, con una cuota superior al 60% en los valores del CAC 40**

Principales mercados europeos: **CAC-40**

### EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES CAC-40 (FRANCIA)



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

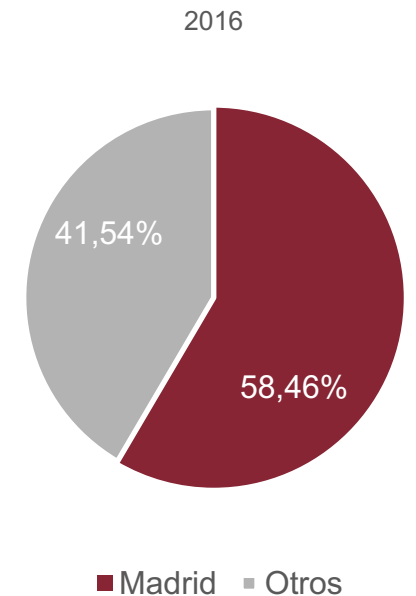
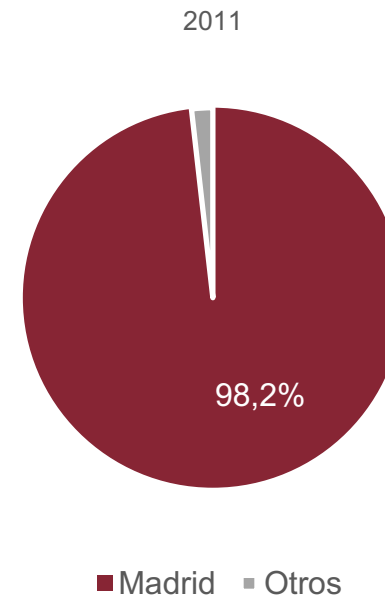
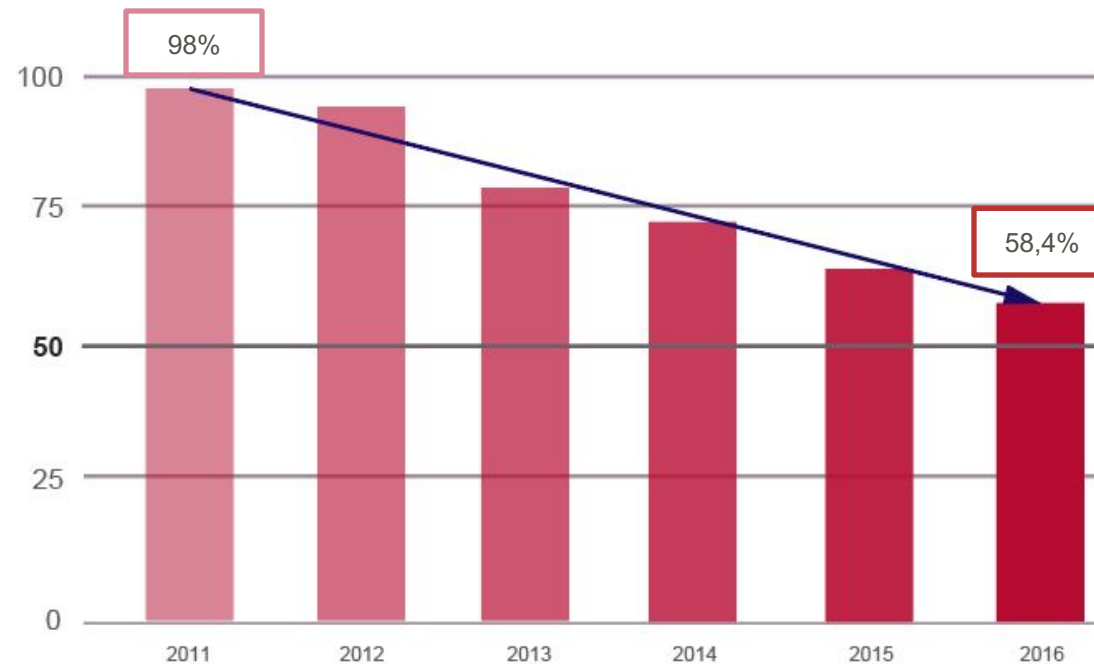
(Source Fidessa y elaboración propia)

### 3 El caso español: la fragmentación entra en escena

En España, la fragmentación ha llegado más tarde: BME mantiene una cuota cercana al 60% en los valores del Ibex...

El mercado español: **IBEX-35**

EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES IBEX-35 (SIN SUBASTAS)



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

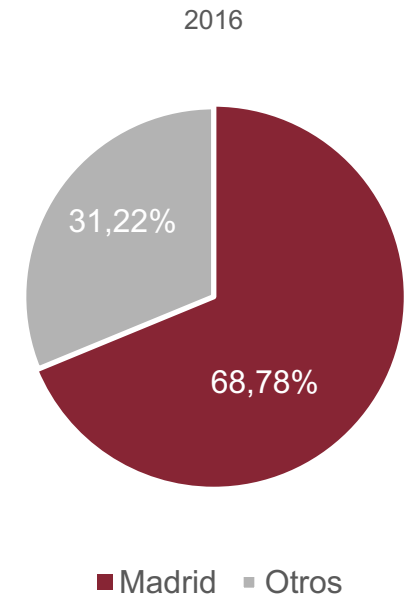
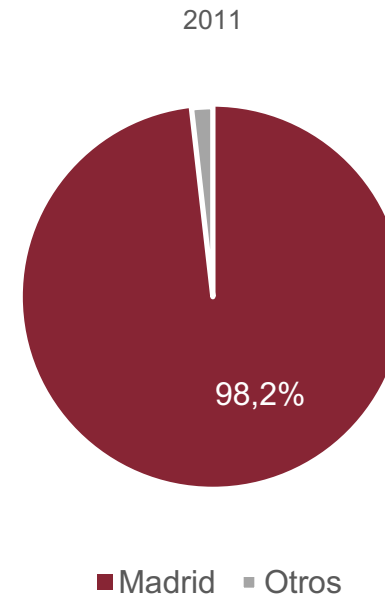
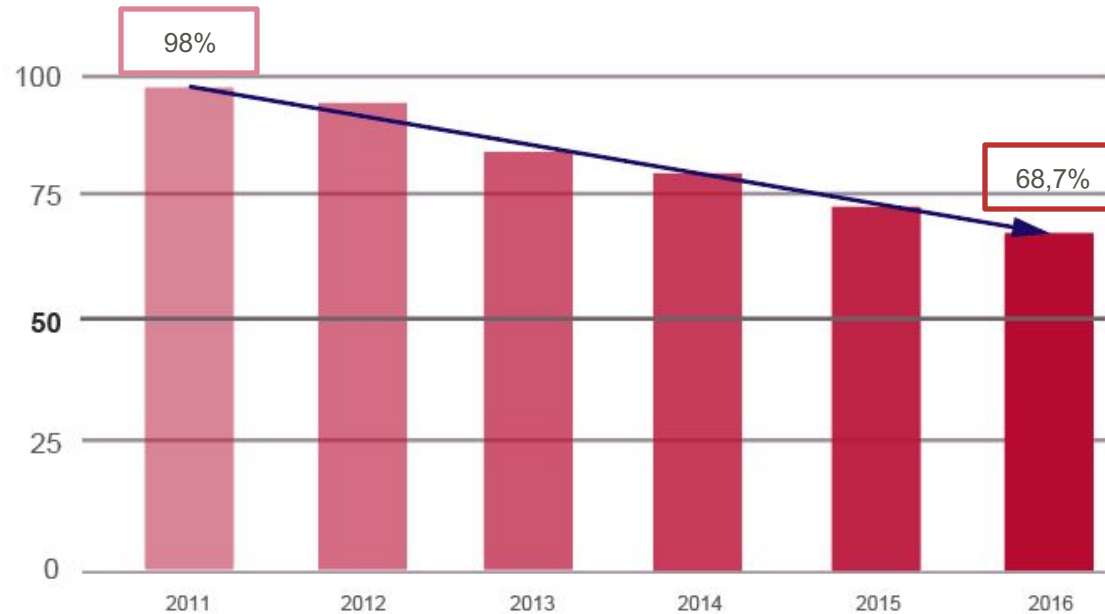
(Source Fidessa y elaboración propia)

### 3 El caso español: la fragmentación entra en escena

....que se acerca al 70% si se tiene en cuenta el efecto de las subastas

El mercado español: **IBEX-35**

**EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES IBEX-35 (CON SUBASTAS)**



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

(Source Fidessa y elaboración propia)



## 3 El caso español: la fragmentación entra en escena

---

### ¿POR QUÉ EN ESPAÑA SE HA RETRASADO LA FRAGMENTACIÓN Y LA APLICACIÓN EFECTIVA DE LA MEJOR EJECUCIÓN?

Hasta abril de 2016, la aplicación del principio de mejor ejecución ha estado condicionada por la dificultad de liquidar la contratación de valores españoles en plataformas alternativas (MTFs).

Con la reforma del sistema de liquidación en abril y la introducción de una Cámara de Contrapartida Central (BME Clearing), nos igualamos al resto de mercados europeos y la **Mejor Ejecución** entra en juego de forma plena y con todas las consecuencias.

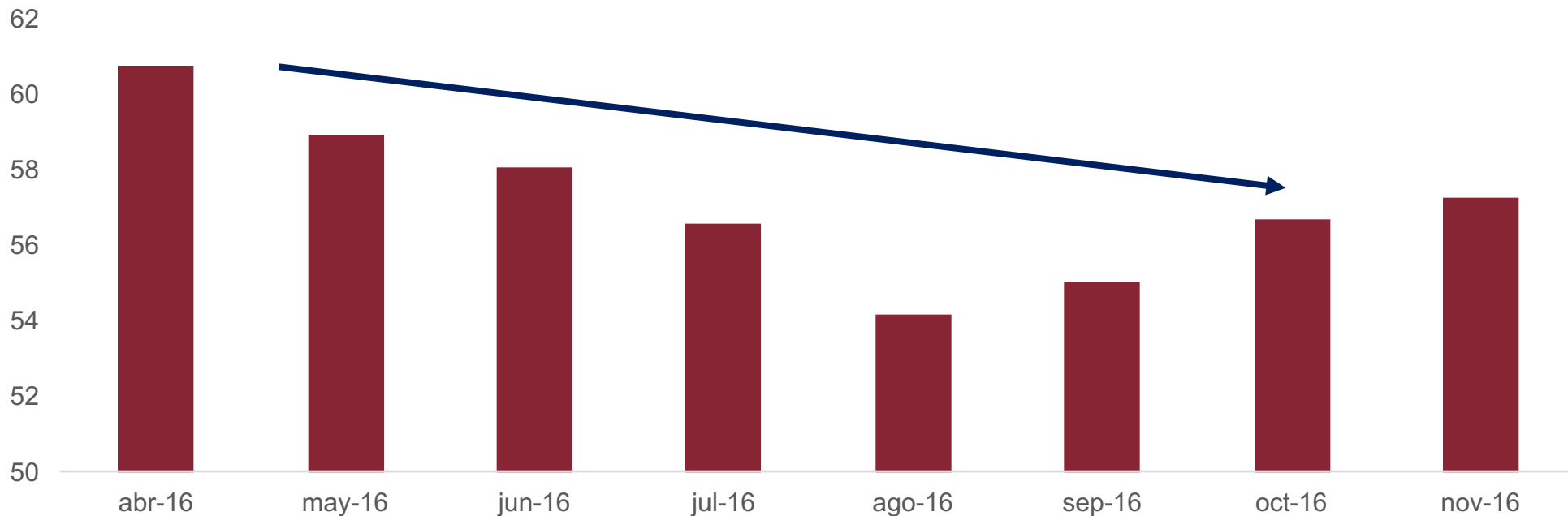
Queda apenas un año para **CUMPLIR CON LAS EXIGENCIAS DE MiFID** mediante las herramientas adecuadas que garanticen la mejor ejecución y ello va a producir mayor **FRAGMENTACIÓN EN LOS VALORES DEL IBEX-35**

### 3 El caso español: la fragmentación entra en escena

---

Este efecto ya está siendo más acentuado desde abril de 2016 con la nueva liquidación...

**EVOLUCIÓN FRAGMENTACIÓN ACCIONES IBEX-35 (SIN SUBASTAS)**



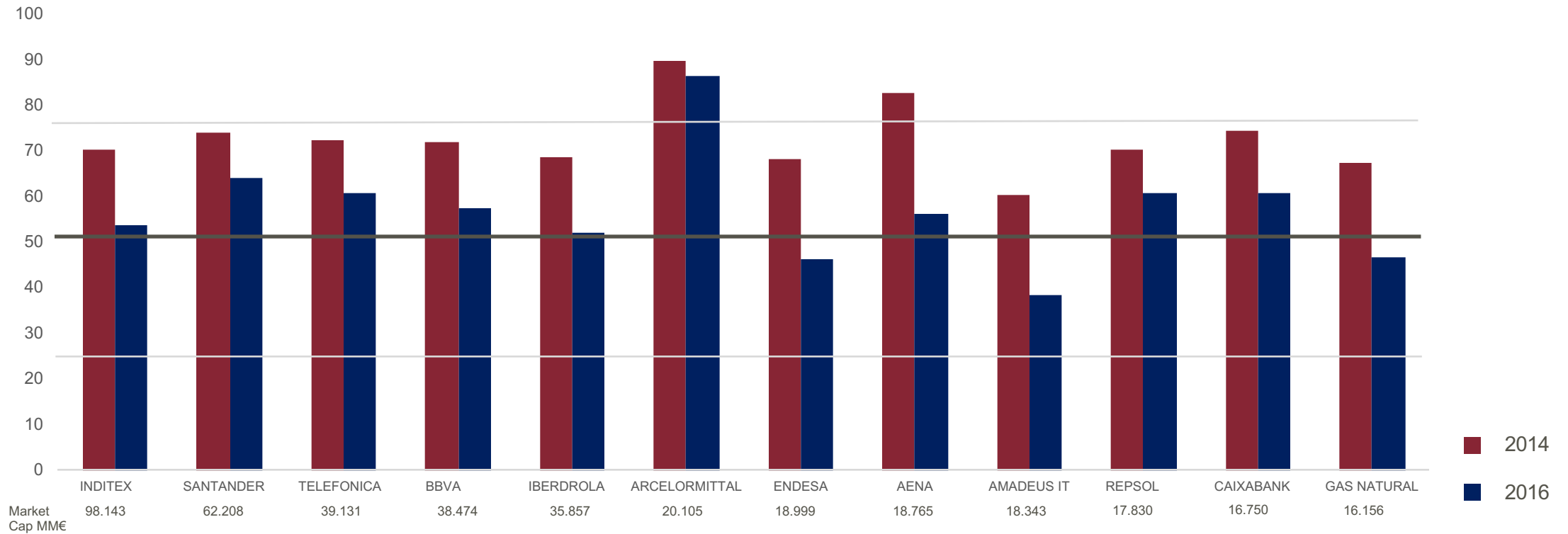
...lo que se refleja en el aumento de la fragmentación del mercado español

(Source Fidessa y elaboración propia)

# 4 El impacto en las cotizadas: la fragmentación entra en escena

Cada vez hay más valores cuya negociación en BME es sólo cercana al 50% o incluso inferior

**EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE BME DE LOS VALORES DEL IBEX (SIN SUBASTAS)**



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

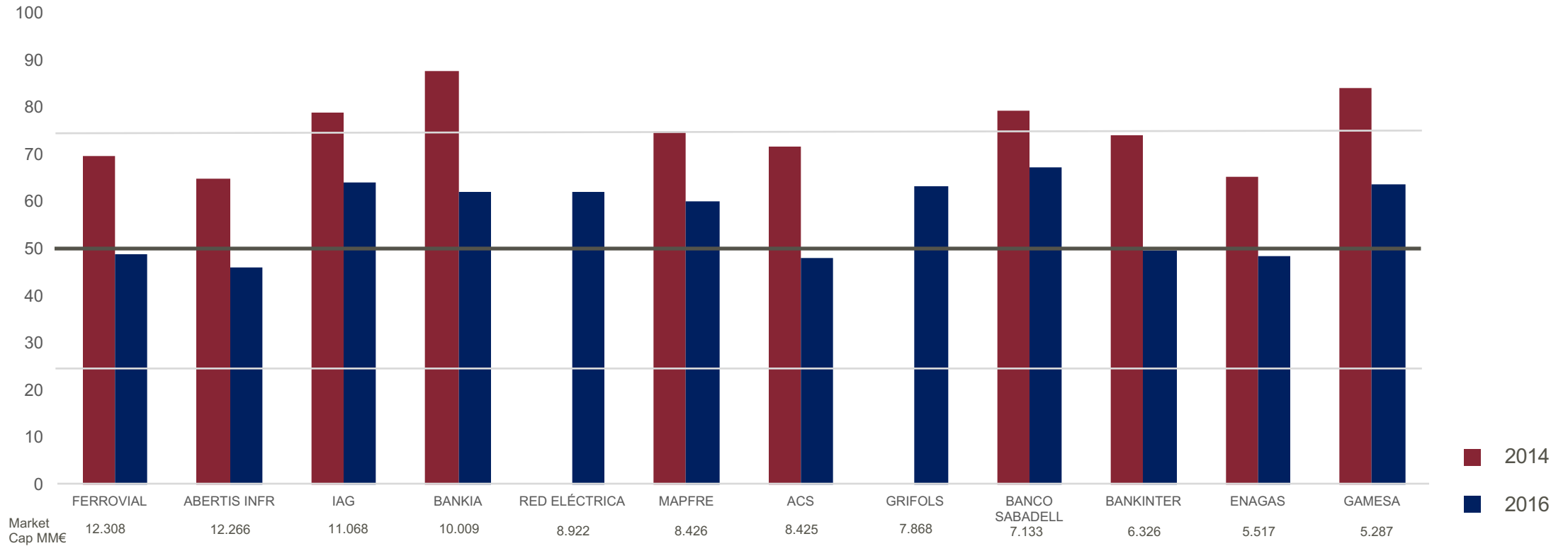
(Source Fidessa y elaboración propia)



# 4 El impacto en las cotizadas: la fragmentación entra en escena

Cada vez hay más valores cuya negociación en BME es sólo cercana al 50% o incluso inferior

**EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE BME DE LOS VALORES DEL IBEX (SIN SUBASTAS)**



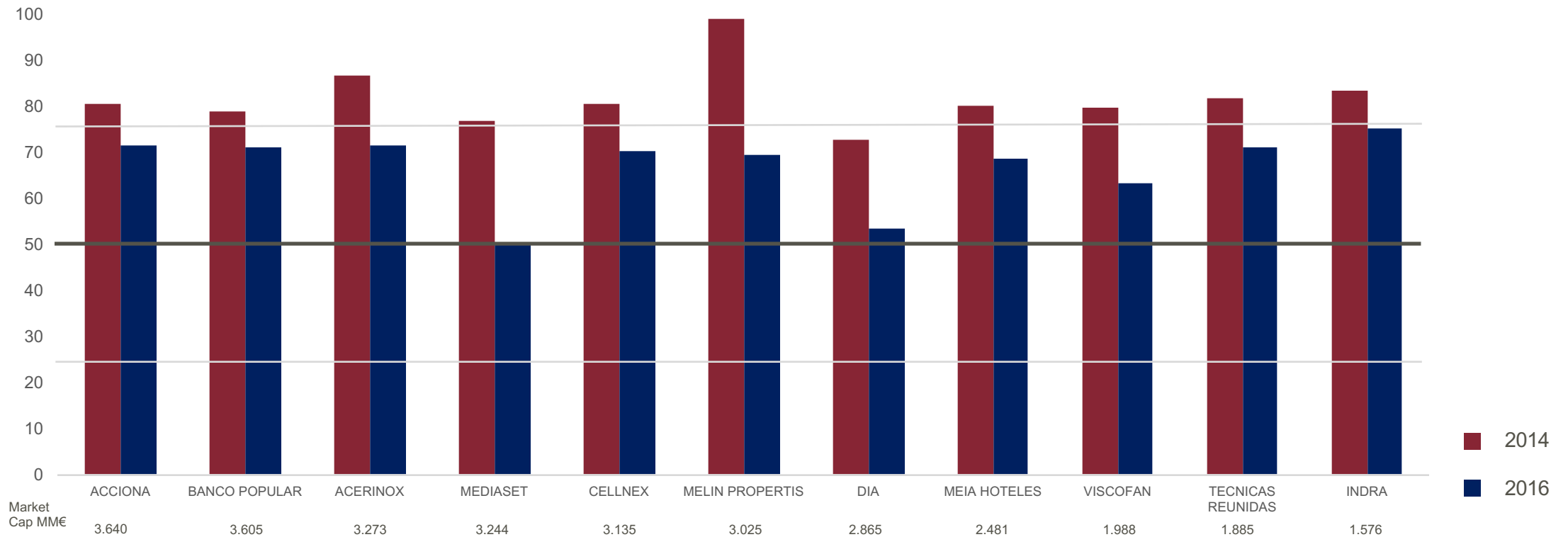
\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

(Source Fidessa y elaboración propia)

# 4 El impacto en las cotizadas: la fragmentación entra en escena

Cada vez hay más valores cuya negociación en BME es sólo cercana al 50% o incluso inferior

**EVOLUCIÓN DE LA CUOTA DE BME DE LOS VALORES DEL IBEX (SIN SUBASTAS)**



\*Total 2016 (Acumulado hasta septiembre)

(Source Fidessa y elaboración propia)

## 4 El impacto en las cotizadas: la fragmentación entra en escena

Top fragmented stocks

Stock	Description	FFI	Value	Volume	Trades
GRF.MA	T GRIFOLS S.A.	2.80 F	102,212,972	5,631,550	29,975
REP.MA	T REPSOL, S.A.	2.52 F	460,700,612	37,400,839	67,556
AENA.MA	T AENA, S.A.	2.52 F	151,856,073	1,213,669	22,793
FER.MA	T FERROVIAL, S.A.	2.47 F	161,223,663	9,820,715	31,288
TL5.MA	T MEDIASET ESPANA COMUNICACION, S.A.	2.42 F	67,481,686	6,998,992	22,832
ACS.MA	T ACS,ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS,S.A.	2.42 F	171,644,788	6,357,495	44,550
ENG.MA	T ENAGAS,S.A.	2.41 F	158,293,447	6,793,082	33,982
AMS.MA	T AMADEUS IT GROUP, S.A.	2.40 F	233,443,746	5,547,999	45,776
CABK.MA	T CAIXABANK, S.A.	2.38 F	234,847,885	83,893,653	44,194
ITX.MA	T INDUSTRIA DE DISEO TEXTIL S.A. INDITEX-	2.32 F	435,472,824	13,736,556	70,300
ABE.MA	T ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	2.25 F	140,618,397	11,292,717	23,946
ELE.MA	T ENDESA,S.A.	2.24 F	226,227,379	12,018,387	41,730
REE.MA	T RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	2.22 F	190,331,929	11,382,439	46,666
BBVA.MA	T BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	2.22 F	791,327,439	135,802,516	111,377
GAS.MA	T GAS NATURAL SDG	2.16 F	127,831,613	7,870,866	25,962
SAN.MA	T BANCO SANTANDER S.A.	2.15 F	882,694,689	205,150,354	105,096
BKT.MA	T BANKINTER, S.A.	2.13 F	76,696,582	10,987,174	21,505
IBE.MA	T ACCIONES IBERDROLA	2.12 F	489,770,463	86,790,980	68,487
DIA.MA	T DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION, S.A.	2.05 F	129,164,101	28,961,890	36,405
TEF.MA	T TELEFONICA,S.A.	1.96 F	721,965,542	90,869,793	105,669

Numerosos valores del Ibex-35 se negocian en más de dos Plataformas diferentes y la tendencia a la fragmentación es creciente

**Índice de Fragmentación (FFI, por sus siglas en inglés):** muestra el número de mercados que se deben tener en cuenta para lograr la mejor ejecución.

Un aumento de este índice, supone un aumento de la fragmentación del valor.

Por ejemplo, en el caso de Grifols, un índice de 2,80 significa que cada acción se negocia en 2,8 plataformas diferentes

## 5 El impacto en los gestores de fondos e intermediarios

---

Los intermediarios y gestores de fondos tienen que acelerar su preparación para este nuevo escenario y cumplir con la exigencia de la Mejor Ejecución a partir de 2018. Apenas tienen un año para prepararse introduciendo 7 cambios de gran calado:

### 1.- CAPACIDAD DE EJECUCIÓN DE UN MISMO VALOR EN DISTINTAS PLATAFORMAS

Estas plataformas de contratación **compiten** entre ellas, basándose en:

- 1.- La **cotización** de los valores objeto de negociación (spread bid/offer)
- 2.- La **liquidez** de la plataforma
- 3.- **Cánones del mercado** por contratar en ellos (maker/taker).

### 2.- CONTAR CON LA TECNOLOGÍA PARA ELEGIR EN TIEMPO REAL LA MEJOR COTIZACIÓN

Contar con la exigente tecnología que les permita discernir, una vez recibida una orden de un cliente, **sobre la mejor cotización** para dicha orden, de manera que su sistema simultáneamente pueda fragmentar dicha orden entre todas las plataformas donde cotiza, a la máxima velocidad posible (latencia) con la máxima fiabilidad.

## 5 El impacto en los gestores de fondos e intermediarios

---

### **3.- CREAR UNA BASE DE DATOS PARA CUMPLIR CON EL REPORTING EXIGIDO POR MiFID II**

Mantener una base de datos donde se mantenga cada detalle de cada orden y su eventual fragmentación, con los precios obtenidos, el nº de títulos contratados y el registro de hh/mm/sg/mcsg en el que se ha contratado. Esta base de datos deberá ser auditable y accesible, a efectos de poder generar el informe anual exigido por MiFID II en el que se deben identificar los **CINCO MEJORES SISTEMAS DE CONTRATACIÓN (5 TOP VENUES)** utilizados para cada instrumento financiero.

### **4.- UNBUNDLING: SEPARAR LOS PAGOS POR ANÁLISIS DE LA EJECUCIÓN DE LAS TRANSACCIONES DE COMPRA/VENTA**

Los gestores de fondos deben transformar de una forma radical su actual **matriz de méritos**, que deberá abrirse en dos: **una que valore la calidad del análisis y otra que valore la calidad de ejecución (mejor ejecución)**.



## 5 El impacto en los gestores de inversión e intermediarios

---

### **5.- ASEGURAR LA SINCRONIZACIÓN DE RELOJES DE TODAS LAS PLATAFORMAS**

La sincronización de relojes de todos los sistemas de contratación es imprescindible para garantizar que la mejor ejecución se ha efectuado en las mismas condiciones de latencia.

### **6.- TRANSPARENCIA PARA CADA ORDEN EJECUTADA**

Asegurarse de que pueden entregar “una única boleta” al cliente con el precio medio de ejecución, aunque dicha ejecución se haya fragmentado en varias plataformas para su contratación.

### **7.- GARANTIZAR LA LIQUIDACIÓN DE TODAS LAS OPERACIONES EN MÚLTIPLES PLATAFORMAS**

Asegurarse que pueden liquidar dichas operaciones bursátiles contratadas en diversas plataformas, que liquidan a través de diversas Cámaras de Contrapartida Central, entregando en **D+2** títulos, en caso de ordenes de compra, o efectivo, en caso de ordenes de venta.

## 5 El impacto en los gestores de inversión e intermediarios

---

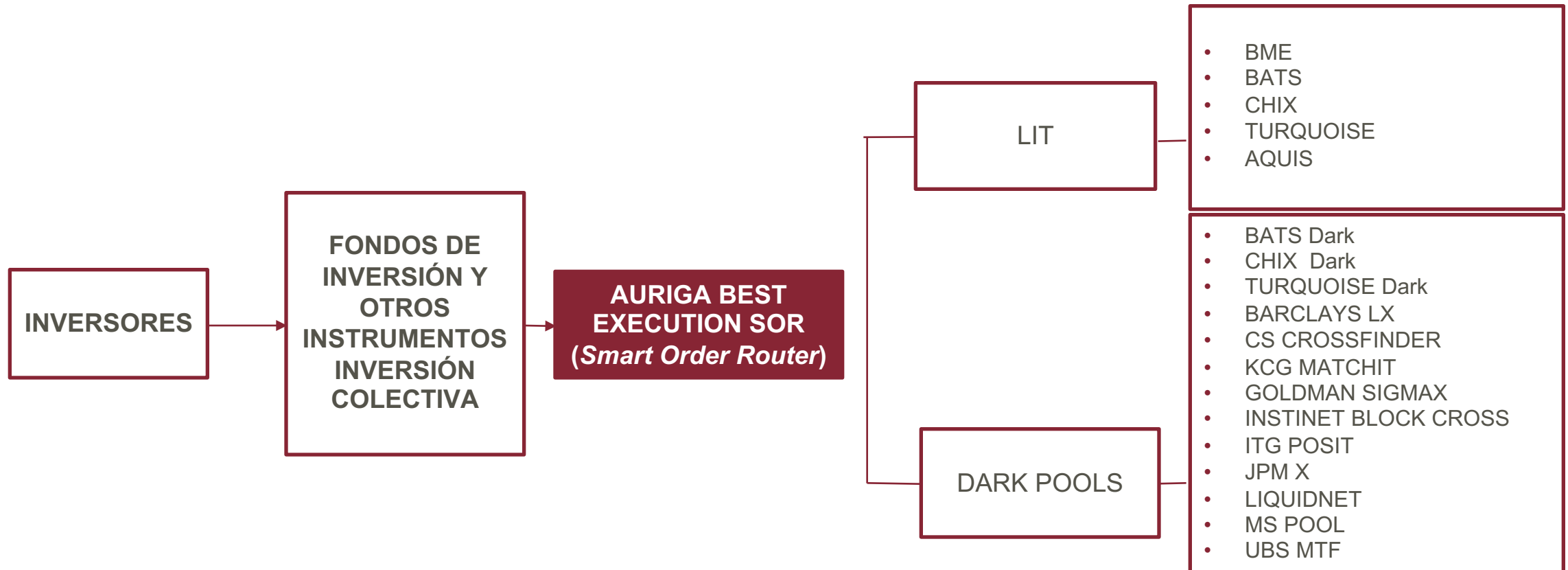
Apenas queda un año para hacer frente a la fragmentación de los mercados y cumplir con las exigencia de la mejor ejecución de la regulación MiFID:

- ✓ Un **intermediario** que no disponga de la herramienta, quedará fuera del mercado
- ✓ Un **gestor** que no contrate al intermediario que le garantice la mejor ejecución en un mercado fragmentado, estará incumpliendo con la normativa MiFID II

**LA INDUSTRIA TIENE QUE INTRODUCIR LOS CAMBIOS NECESARIOS  
E INCORPORAR LAS SOLUCIONES TECNOLÓGICAS Y OPERATIVAS  
QUE GARANTICEN LA MEJOR EJECUCIÓN**

## 6 La solución: “Auriga Best Execution SOR”

**Auriga incorpora desde ya una solución (Smart Order Router) que cumple con todos las exigencias y se anticipa a MiFID II desde ahora**



## 6 La solución: “*Auriga Best Execution SOR*”

- La solución tiene que ser integral y contemplar todo el proceso de inversión con los siguientes requerimientos:



# 7 Conclusiones

En 2017, todos los operadores del mercado van a estar impactados por MiFID y el sector tiene que ajustarse a las nuevas reglas de la forma más rápida y eficiente.  
No es sólo una pauta ética; es la ley

## MERCADOS / SISTEMAS DE CONTRATACIÓN

Pérdida de cuota de mercado por fragmentación  
ser más **competitivos**

Mayor **transparencia** mercados dark

Mayor **eficiencia precios** de contratación de valores

## INTERMEDIARIOS

Necesidad de **adecuar sistemas** a nuevas exigencias

**Garantizar mejor ejecución** a sus clientes

## EMPRESAS COTIZADAS

**Seguimiento** de la cotización de sus acciones y otros instrumentos en **diversidad de mercados**

## SERVICIOS INVERSIÓN BANCA

**BANCAS PRIVADAS/ FAMILY OFFICES**

**GESTORES INVERSIÓN COLECTIVA**

Reporte de los **Top 5 Venues** desde enero de 2018

Contratar a través de intermediarios que ofrezcan la **mejor ejecución**

# 7 Conclusiones

---

- **LA FRAGMENTACIÓN ES UNA REALIDAD EN LA BOLSA ESPAÑOLA, AL IGUAL QUE EN EUROPA. ESTA TENDENCIA SE ACRECENTARÁ CON LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE MiFID**  
Tan solo el **58%** del IBEX-35 se negocia en BME y el resto en plataformas alternativas, y mercados como LSE y Deutsche Börse mantienen solo en torno al 50% de cuota de sus mayores valores.
- **MiFID OBLIGA A APLICAR EL PRINCIPIO DE “BEST EXECUTION” PARA GARANTIZAR EL MEJOR PRECIO POSIBLE A LOS INVERSORES Y EN UN AÑO, LA EXIGENCIA SERÁ MAYOR**  
A partir de enero de 2018, deberán demostrar que han identificado los CINCO MEJORES CENTROS DE CONTRATACIÓN utilizados en cada operación.
- **LOS OPERADORES Y GESTORES DE FONDOS TIENEN LA OBLIGACIÓN DE CUMPLIR CON LAS NUEVAS EXIGENCIAS DE MiFID EN MATERIA DE MEJOR EJECUCIÓN, GARATIZANDO EL ACCESO A DISTINTOS MERCADOS ALTERNATIVOS A LAS BOLSAS OFICIALES**  
Antes de 2018 es imprescindible introducir las herramientas tecnológicas y operativas que garanticen el cumplimiento de las nuevas exigencias.
- **AURIGA BEST EXECUTION SMART ORDER ROUTER ES LA PRIMERA SOLUCIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL QUE ASUME EL CUMPLIMIENTO DE MiFID EN MATERIA DE MEJOR EJECUCIÓN**  
Ejecuta cada orden en función de las cotizaciones y condiciones del valor en 18 PLATAFORMAS DE CONTRATACIÓN distintas, incluso fraccionando la orden de forma automática, aplicando el principio de Mejor Ejecución.